

**ANALISIS EFISIENSI PASAR VALUTA ASING
DI INDONESIA DENGAN MENGGUNAKAN
PENDEKATAN PARITAS SUKU BUNGA**
(Studi Kasus pada mata uang Rupiah per USD, Rupiah per JPY
dan Rupiah per SGD)



TESIS

Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro

Oleh :

Martanto Budi Purnomo

NIM : C4A099375

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2001**



Sertifikat

Saya, *Martanto Budi Purnomo*, yang bertanda tangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Martanto Budi Purnomo

September 2001

PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul :
**ANALISIS EFISIENSI PASAR VALUTA ASING DI
INDONESIA DENGAN MENGGUNAKAN
PENDEKATAN PARITAS SUKU BUNGA**
(Studi Kasus pada mata uang Rupiah per USD, Rupiah per JPY
dan Rupiah per SGD)

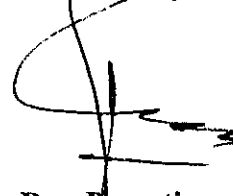
yang disusun oleh Martanto Budi Purnomo, NIM C4A099375
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 24 September 2001
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama



Drs. M. Kholiq Mahfud, MSi

Pembimbing Anggota



Drs. Prasetiono, MSi

Semarang 24 September 2001
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

*“Sakehing gegayuhan lan pakaryan mesti bisa kasembadan
yèn ditandangi klawan anteping tekad.*

*Dene tekad mono mengku surasa telung prakara yaiku :
anteping ati lan kencenging pikir sing laras karo boboting kakuwatane.
Kosok baline yèn samubarang mau ditindakake kanti ati ragu – ragu,
genah malah bakal bubar ing satemahing laku”*

*Kupersembahkan buat :
“Ayahbundaku, kakakku, dan kamu,
yang terbaik dalam hidupku”.*

ABSTRACT

Since Indonesia submit free floating exchange system, where the determination of rupiah's exchange value compare with the foreign currency is up to the market mechanism, the act of rupiah's exchange value has high value volatility. With the present of rupiah's exchange value with high value referenced it become a question; is the exchange value formed has represent the real information about market chances which indicates the presentation of efficiency at foreign currency market.

There are some ways to analyses foreign currency market efficiency, one of way is by approach of how currency rate of exchange, which is called Interest Rate Parity concept. This concept helps to explain about how the act of rate of exchange and rate level interact to have balance in goal on foreign currency market.

The goals of this research are to test and analyst the efficiency in foreign currency market in Indonesia by using interest rate parity approach. Sample that used for this research is rupiah's exchange value compare with US dollar, Japan Yen and Singapore dollar on the period of August 1997 until December 2000. The analyst device used is linear regression, where if the foreign currency market in Indonesia is an efficient market through interest rate parity approach then expected model which is estimated should result in the constant (a), being insignificantly different from zero and the slope coefficient (b), being insignificantly different from unity or one, or in other words the hypothesis that used is $a = 0$ and $b = 1$.

The result of the research shows that foreign currency market in Indonesia run inefficently. It proved by using regression annalistic where the result regression annalistic for the rupiah's exchange value per US dollar, Japan yen and Singapore dollar for the constant coefficient (a) for those three currencies is insignificant on 5 % and 10 % of trust degree, so constant value (a) equal zero was expected. As for the hypothesis coefficient regression (b) equal one for the estimation regression of rupiah's exchange value per US dollar, Japan yen and Singapore dollar, those three were rejected. From this hypothesis test conclude that interest rate parity is not create from foreign currency market in Indonesia or in other words that Indonesia foreign currency market is no efficient through interest parity approach.

ABSTRAKSI

Sejak Indonesia menganut sistem nilai tukar mengambang bebas, dimana penentuan nilai tukar rupiah terhadap mata uang asing diserahkan kepada mekanisme pasar, perilaku nilai tukar rupiah memiliki *volatilitas* yang tinggi. Dengan adanya kecenderungan nilai tukar rupiah yang memiliki volatilitas yang tinggi menjadi suatu pertanyaan apakah nilai tukar yang terbentuk sudah mencerminkan informasi yang sebenarnya mengenai peluang – peluang pasar yang merupakan indikasi dari ada tidaknya efisiensi di pasar valuta asing.

Ada berbagai cara untuk menganalisis efisiensi pasar valuta asing, salah satunya yaitu dengan melalui pendekatan bagaimana terbentuknya kurs mata uang yang disebut dengan konsep Paritas Suku Bunga (Interest Rate Parity). Konsep ini membantu menjelaskan bagaimana perilaku kurs dan tingkat suku bunga saling berinteraksi untuk mencapai keseimbangan di pasar valuta asing.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji dan menganalisis efisiensi pasar valuta asing di Indonesia dengan menggunakan pendekatan paritas suku bunga. Sampel yang digunakan untuk penelitian ini adalah nilai tukar rupiah terhadap dolar AS, yen Jepang dan dolar Singapura pada periode Agustus 1997 sampai dengan Desember 2000. Alat analisis yang digunakan adalah regresi linear, dimana jika pasar valuta asing di Indonesia merupakan pasar yang efisien melalui pendekatan paritas suku bunga maka diharapkan model yang diestimasi menghasilkan nilai konstanta (a) secara signifikan tidak berbeda dari nol dan koefisien regresi (b) tidak berbeda dari satu.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar valuta asing di Indonesia berjalan tidak efisien. Hal ini dibuktikan dengan menggunakan analisis regresi dimana hasil estimasi regresi untuk nilai tukar Rupiah per dolar AS, yen Jepang dan dolar Singapura untuk koefisien konstanta (a) untuk ketiga mata uang tersebut tidak signifikan pada derajat kepercayaan 5 % dan 10 % sehingga hipotesis nilai konstanta (a) sama dengan nol diterima. Sedangkan untuk hipotesis koefisien regresi (b) sama dengan satu untuk estimasi regresi nilai tukar rupiah per dolar AS, yen Jepang dan dolar Singapura, ketiganya ditolak. Dari hasil pengujian hipotesis ini maka diperoleh kesimpulan bahwa paritas suku bunga tidak tercipta pada pasar valuta asing di Indonesia atau dengan kata lain pasar valuta asing di Indonesia adalah merupakan pasar valuta asing yang tidak efisien melalui pendekatan paritas suku bunga.

KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum Wr. Wb,

Puji dan syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT atas segala rahmat dan hidayah-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini sebagai salah satu syarat dalam menyelesaikan pendidikan pada program Magister Manajemen Universitas Diponegoro.

Atas bantuan dan bimbingan yang telah diberikan kepada penulis selama penelitian dan penyelesaian tesis ini, penulis mengucapkan terima kasih yang sebesar – besarnya kepada yang terhormat :

1. Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo, selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
2. Drs. M. Kholiq Mahfud, MSi, selaku pembimbing pertama yang telah membimbing dan memberikan saran yang berguna.
3. Drs. Prasetyono, MSi, selaku pembimbing kedua yang telah memberikan pengarahan dan motivasi yang bermanfaat.
4. Staf pengajar program studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro khususnya Drs. Mulya Haryanto, MS dan Drs. P. Basuki HP, MBA, Macc yang telah memberikan saran – saran yang bermanfaat.

5. Rekan – rekan mahasiswa Magister Manajemen Universitas Diponegoro angkatan XII B pagi pada umumnya dan rekan – rekan XII B pagi konsentrasi keuangan pada khususnya (mba Indra, pak Joko, pak Faqih, mba Ima, Vivin, Dodie, Nengah, Wahyu, AI, Tatie, RiQ, Nugie dan dr Budi).

6. Semua pihak yang telah turut membantu penulis dalam menyelesaikan tesis ini.

Akhir kata mudah – mudahan tesis ini berguna bagi semua pihak yang membutuhkannya.

Wassalamu'alaikum Wr. Wb

Semarang, September 2001

Penulis.

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL.....	i
SURAT PERNYATAAN KEASLIAN TESIS.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
HALAMAN MOTTO/PERSEMBAHAN.....	iv
ABSTRACT.....	v
ABSTRAKSI.....	vi
KATA PENGANTAR	vii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL	xii
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
DAFTAR RUMUS	xvi
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1. 1. Latar Belakang Penelitian	1
1. 2. Perumusan Masalah	7
1. 3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian	8
1. 3. 1. Tujuan Penelitian	8
1. 3. 2. Kegunaan Penelitian	8
1. 4. Outline dari tesis	9

BAB II. TELAHAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN.....	11
2. 1. Pendahuluan	11
2. 2. Telaah Pustaka	11
2. 2. 1. Pengertian Pasar Valuta Asing	11
2. 2. 2. Transaksi dalam Pasar Valuta Asing.....	12
2. 2. 3. Konsep Efisiensi Pasar Valuta Asing	13
2. 2. 4. Arbitrase Suku Bunga	17
2. 2. 5. Konsep Paritas Suku Bunga.....	18
2. 2. 6. Paritas Suku Bunga Tertutup	22
2. 2. 7. Paritas Suku Bunga Tidak Tertutup.....	24
2. 3. Telaah Studi Terdahulu	25
2. 4. Kerangka Pemikiran Teoritis	37
2. 5. Hipotesis Penelitian	41
2. 6. Definisi Operasional Variabel.....	41
BAB III. METODE PENELITIAN.....	45
3. 1. Pendahuluan	45
3. 2. Jenis dan Sumber Data.....	45
3. 3. Populasi	45
3. 4. Metode Pengumpulan Data.....	47
3. 5. Teknik Analisa Data.....	47
BAB IV ANALISIS DATA	53

4. 1. Pendahuluan	53
4. 2. Gambaran Umum Obyek Penelitian	53
4. 2. 1. Perkembangan Pasar Valuta Asing di Indonesia	53
4. 2. 2. Perkembangan Suku Bunga dan Nilai Tukar.....	55
4. 3. Hasil Analisa Data	62
4. 3. 1. Hasil Analisis Regresi Linear.....	62
4. 4. Hasil Pengujian Hipotesis (Uji t).....	68
4. 5. Pembahasan Hasil Pengolahan Data	71
BAB V KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN	74
5. 1. Pendahuluan.....	74
5. 2. Kesimpulan mengenai Hipotesis.....	74
5. 3. Kesimpulan mengenai masalah penelitian.....	75
5. 4. Implikasi Teoritis.....	76
5. 5. Implikasi Manajerial.....	77
5. 6. Keterbatasan Penelitian.....	78
5. 7. Agenda untuk Penelitian Mendatang	79

Daftar Referensi

Lampiran – lampiran.

Daftar Riwayat Hidup.

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2. 1. Rangkuman Hasil Penelitian Terdahulu mengenai Efisiensi Pasar Valuta Asing dengan menggunakan pendekatan Paritas Suku Bunga...	35
Tabel 2. 2. Definisi Operasional Variabel.....	42
Tabel 4. 1. Volume Transaksi Devisa Antarbank Tahun 1997 – 2000.....	52
Tabel 4. 2. Perubahan Selisih Suku Bunga dengan Tingkat Depresiasi/Apresiasi yang terjadi atas mata uang Rupiah per USD Periode Ags. 1997 – Des. 2000.....	55
Tabel 4. 3. Perubahan Selisih Suku Bunga dengan Tingkat Depresiasi/Apresiasi yang terjadi atas mata uang Rupiah per JPY Periode Ags. 1997 – Des. 2000.....	57
Tabel 4. 4. Perubahan Selisih Suku Bunga dengan Tingkat Depresiasi/Apresiasi Yang terjadi atas mata uang Rupiah per SGD Periode Ags. 1997 – Des. 2000.....	58
Tabel 4. 5. Estimasi Regresi untuk Hipotesis Efisiensi Pasar Valas dengan menggunakan pendekatan Paritas Suku Bunga mata uang Rupiah per dolar AS, yen Jepang dan dolar Singapura.....	61
Tabel 4. 6. Hasil Pengujian Normalitas Data menggunakan uji Kolmogorov- Smirnov test	66
Tabel 4. 7. Hasil Pengujian Statistik Uji t	70

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 1. 1. Perkembangan Nilai Tukar Rupiah terhadap Dolar AS Tahun 1997 – 1998.....	2
Gambar 2. 1. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	39
Gambar 4. 1. Hubungan antara Selisih Suku bunga dengan Tingkat Depresiasi yang terjadi atas mata uang Rupiah per dolar AS Periode Ags. 1997 - Des. 2000.....	56
Gambar 4. 2. Hubungan antara Selisih Suku bunga dengan Tingkat Depresiasi yang terjadi atas mata uang Rupiah per yen Jepang Periode Ags. 1997 - Des. 2000	57
Gambar 4. 3. Hubungan antara Selisih Suku bunga dengan Tingkat Depresiasi yang terjadi atas mata uang Rupiah per dolar Singapura Periode Ags. 1997 - Des. 200.....	59

DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1. Data Kurs Tengah Rupiah Terhadap Dolar AS, Yen Jepang dan Dolar Singapura.
- Lampiran 2. Data Tingkat Bunga Deposito 1 Bulan untuk Indonesia, Amerika, Jepang dan Singapura (persen per tahun)
- Lampiran 3. Nilai Ekspor Indonesia Menurut Jenis Valuta (Ribu \$)
- Lampiran 4. Nilai Impor Indonesia Menurut Jenis Valuta (Ribu \$)
- Lampiran 5. Transaksi Devisa Antarbank Tahun 1997 – 2000 (dalam jutaan USD)
- Lampiran 6. Notasi yang digunakan dalam estimasi regresi dengan model Paritas Suku Bunga
- Lampiran 7. Hasil Perhitungan Estimasi Regresi dengan model Paritas Suku Bunga Rupiah per Dolar AS periode 1 bulan dengan menggunakan program SPSS version 10.0.
- Lampiran 8. Hasil Perhitungan Estimasi Regresi dengan model Paritas Suku Bunga Rupiah per Yen Jepang periode 1 bulan.
- Lampiran 9. Hasil Perhitungan Estimasi Regresi dengan model Paritas Suku Bunga Rupiah per Dolar Singapura periode 1 bulan.
- Lampiran 10. Hasil Pengujian Normalitas Data Model Regresi Paritas Suku Bunga - Rupiah per Dolar AS periode 1 bulan dengan menggunakan program statistik SPSS version 10.0.
- Lampiran 11. Hasil Pengujian Normalitas Data Model Regresi Paritas Suku Bunga - Rupiah per Yen Jepang periode 1 bulan dengan menggunakan program statistik SPSS version 10.0.
- Lampiran 12. Hasil Pengujian Normalitas Data Model Regresi Paritas Suku Bunga - Rupiah per Dolar Singapura periode 1 bulan dengan menggunakan program statistik SPSS version 10.0.

- Lampiran 13. Data Perubahan Selisih Suku Bunga dengan Tingkat Depresiasi / Apresiasi yang terjadi atas mata uang Rupiah per USD Periode Agustus 1997 – Desember 2000.
- Lampiran 14. Data Perubahan Selisih Suku Bunga dengan Tingkat Depresiasi / Apresiasi yang terjadi atas mata uang Rupiah per JPY Periode Agustus 1997 – Desember 2000.
- Lampiran 15. Data Perubahan Selisih Suku Bunga dengan Tingkat Depresiasi / Apresiasi yang terjadi atas mata uang Rupiah per SGD Periode Agustus 1997 – Desember 2000.

DAFTAR RUMUS

	Halaman
Rumus 2. 1. Kondisi Efisien pada Pasar Valuta Asing	14
Rumus 2. 2. Kondisi Efisien pada Pasar Valuta Asing dengan menggunakan Nilai Spot dan nilai Forward	15
Rumus 2. 3. Hipotesis Kurs Forward yang tidak bias	16
Rumus 2. 4. Kondisi Paritas Suku Bunga Tertutup	20
Rumus 2. 5. Kondisi Paritas Suku Bunga Tertutup dalam bentuk Logaritma Natural.....	20
Rumus 2. 6. Kondisi Paritas Suku Bunga Tidak Tertutup	24
Rumus 2. 7. Kondisi Paritas Suku Bunga Tidak Tertutup dalam bentuk persamaan Regresi	25
Rumus 2. 8. Kondisi Paritas Suku Bunga Tertutup dalam Logaritma Natural dengan bentuk persamaan Regresi.....	28
Rumus 3. 1. Bentuk Persamaan Regresi Linear Sederhana	46

BAB I

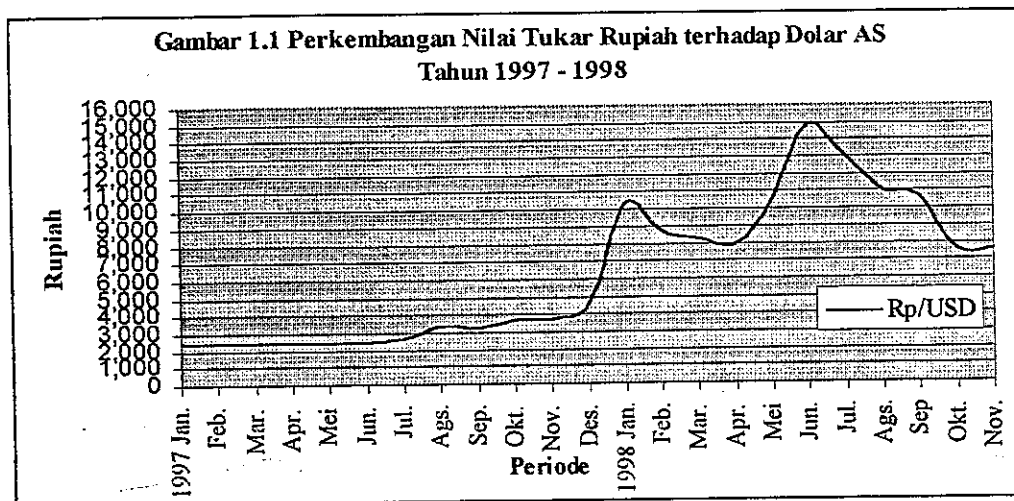
PENDAHULUAN

1. 1 Latar Belakang Penelitian.

Pergerakan nilai tukar rupiah dalam perekonomian Indonesia sebagaimana di ketahui terus mengalami fluktuasi sejak pertengahan tahun 1997, yaitu setelah pemerintah memutuskan untuk menghapus rentang intervensi. Penghapusan rentang intervensi menandai berubahnya sistem nilai tukar dari mengambang terkendali (*managed floating*) menjadi mengambang bebas (*free floating*) yang berarti menyerahkan penentuan nilai tukar kepada mekanisme pasar. Dengan menerapkan sistem nilai tukar mengambang bebas maka Bank Indonesia membebaskan nilai tukar rupiah terhadap valuta asing, khususnya dolar AS berfluktuasi secara bebas, sehingga Bank Indonesia tidak lagi melakukan intervensi di pasar valas untuk menopang nilai tukar rupiah karena tidak terikat pada suatu target nilai tukar rupiah, sehingga nilai tukar ditentukan oleh kekuatan pasar semata.

Pada periode sebelum Agustus 1997 perkembangan nilai tukar rupiah terhadap dolar AS masih relatif stabil dengan *trend* depresiasi yang teratur (lihat gambar 1. 1) Perkembangan ini didorong oleh derasnya aliran modal masuk dari luar negeri yang ditunjang dengan adanya perbedaan suku bunga dalam dan luar negeri yang menarik, sehingga mendorong investor asing untuk menanamkan modalnya di Indonesia. Namun setelah penentuan nilai tukar diserahkan kepada mekanisme pasar pada

pertengahan Agustus 1997 perkembangan nilai tukar rupiah khususnya terhadap dolar AS terjadi fluktuasi yang berlebihan secara terus menerus, sehingga perilaku nilai tukar rupiah menjadi sulit diprediksi.



Sumber : data sekunder yang diolah (2001)

Secara teoritis, asumsi dasar dari sistem nilai tukar fleksibel adalah keyakinan bahwa pasar telah berkembang secara efisien, sehingga mampu menentukan sendiri tingkat keseimbangan nilai tukarnya. Dengan asumsi tersebut, apabila terjadi suatu kejutan (*shock*) baik yang berasal dari internal maupun eksternal, efisiensi pasar dapat dengan segera menyesuaikan tingkat keseimbangan tersebut ke tingkat yang baru (Yati K, 1999).

Pada dasarnya nilai tukar memang harus bergejolak, dimana agar dapat mengirimkan sinyal – sinyal harga yang benar, mereka harus senantiasa berubah dan menyesuaikan diri terhadap berita – berita ekonomi yang beredar (Krugman P. R dan Obstfeld M, 1996). Tetapi bisa jadi gejolak nilai tukar itu berlebihan bila dibandingkan dengan berbagai faktor penggerakannya. Menurut Mudrajat K (1996)

sebuah pasar valuta asing dikatakan efisien apabila kurs valas selalu betul – betul mencerminkan semua informasi yang tersedia dan relevan, dimana dalam kondisi semacam ini tidak ada operasi pasar yang dapat menghasilkan laba yang berlebihan. Dalam suatu pasar valuta asing yang efisien maka kurs yang terbentuk adalah benar – benar mencerminkan informasi yang sebenarnya mengenai peluang – peluang pasar sehingga bagi para pelaku utama dalam pasar valas dapat menentukan strategi yang tepat dalam kegiatan mereka di pasar valuta asing.

Dengan adanya kecenderungan perilaku nilai tukar rupiah yang bergejolak secara berlebihan dengan volatilitas yang tinggi menjadi suatu pertanyaan apakah nilai tukar rupiah yang terbentuk telah mencerminkan informasi yang sebenarnya mengenai peluang – peluang pasar yang merupakan indikasi ada tidak efisiensi di pasar valuta asing. Bahwa secara makro, perilaku nilai tukar rupiah yang bergejolak secara berlebihan akan membahayakan stabilitas perekonomian sehingga dapat menghambat percepatan pemulihan ekonomi. Sedangkan secara mikro, *volatilitas* nilai tukar yang tinggi akan mempersulit para pelaku ekonomi dalam membuat perencanaan usaha.

Sehubungan dengan hal tersebut diatas, maka kiranya sangat diperlukan suatu penelitian mengenai kondisi pasar valuta asing di Indonesia, yaitu apakah pasar valuta asing di Indonesia telah berjalan secara efisien.

Analisis serta pengujian efisiensi pasar valuta asing dapat dilakukan melalui beberapa cara tergantung dari definisi efisiensi itu sendiri. Sebagai contoh pengujian empiris yang dilakukan oleh Hariyadi R (1998) menganalisis keberadaan pasar valuta

asing yang efisien di 5 negara Asia yakni: Indonesia, Malaysia, Singapura, Hongkong dan Jepang, dimana jenis pasar yang dianalisis adalah pasar *spot* dan *forward* dengan menggunakan tiga hipotesis dasar yang menentukan pembentukan nilai tukar spot masa datang, yakni *Random Walk Hypothesis (RWH)*, *Unbiased Forward Rate Hypothesis (UFH)*, dan *Composite Efficiency Hypothesis (CEH)*. Sedangkan konsep hipotesis pasar valas yang di uji adalah bahwa pasar valas yang efisien harus mengandung adanya kointegrasi antara nilai spot dan forward untuk memprediksi nilai spot periode mendatang. Dari hasil penelitiannya diperoleh kesimpulan bahwa hanya Hongkong dolar yang menunjukkan adanya signifikansi keterkaitan hubungan jangka panjang (*kointegrasi*) antara nilai spot dan nilai forward. Sedangkan Puji Indradi (2000) melakukan penelitian untuk mengetahui bagaimana bentuk efisiensi pasar valuta asing di Indonesia dalam masa krisis dengan sampel penelitian adalah nilai tukar rupiah terhadap dolar AS dan Yen Jepang. Dari hasil penelitiannya diperoleh kesimpulan bahwa pasar valuta asing di Indonesia merupakan bentuk pasar yang tidak efisien. Hal ini dibuktikan dengan menggunakan dua alat *Random Walk* yang biasa digunakan untuk menguji efisiensi pasar dalam bentuk lemah yaitu Tes Runtun (*Runt Test*) dan korelasi seri (*Autocorrelation*).

Analisis efisiensi pasar valuta asing juga dapat dilakukan melalui pendekatan teoritis bagaimana terbentuknya kurs mata uang. Salah satu pendekatan untuk menjelaskan perilaku kurs adalah melalui konsep pendekatan Paritas Suku Bunga (*Interest Rate Parity*). Konsep ini membantu menjelaskan bagaimana perilaku kurs dan tingkat bunga saling berinteraksi untuk mencapai posisi keseimbangan di pasar

valuta asing. Konsep ini menyatakan bahwa kondisi paritas suku bunga akan tercipta bila selisih suku bunga antara berbagai deposito yang ternilai dalam berbagai jenis mata uang, yang sama besarnya dengan nilai selisih kurs antara berbagai jenis mata uang yang bersangkutan (Krugman P. R dan Obstfeld M, 1996).

Menurut MacDonald R dan Taylor M. P (1989) kondisi paritas suku bunga akan tercipta hanya jika pasar valuta asing telah beroperasi secara efisien. Artinya jika pasar telah berjalan secara efisien, maka informasi adanya selisih suku bunga domestik dengan luar negeri mampu ditangkap oleh pasar valuta asing untuk dijadikan dasar dalam memperkirakan kurs di masa mendatang, sehingga pada akhirnya akan mempermudah para pelaku pasar di pasar valuta asing untuk menentukan strategi mereka dalam kegiatannya di pasar valuta asing. Disamping itu jika paritas suku bunga tercipta maka akan sedikit sekali terbuka peluang untuk melakukan *arbitrase suku bunga* sehingga para pelaku pasar tidak bisa memperoleh keuntungan secara terus menerus, dan dalam situasi seperti itulah pasar valuta asing dikatakan efisien.

Konsep paritas suku bunga sangat penting karena konsep tersebut menghubungkan antara kebijakan perubahan suku bunga dengan variabel kurs yang fluktuasinya dapat mempengaruhi perekonomian. Secara teoritis hubungan antara suku bunga dengan kurs dapat diuraikan sebagai berikut; dengan memperhatikan tingkat depresiasi nilai mata uang domestik terhadap mata uang luar negeri dan suku bunga domestik lebih kecil dari suku bunga luar negeri, maka akan terjadi pelarian modal ke luar negeri yang pada akhirnya akan berdampak melemahnya nilai tukar

domestik. Demikian juga sebaliknya jika suku bunga domestik lebih besar dari suku bunga luar negeri maka diperkirakan akan menarik arus modal masuk sehingga akan berdampak menguatnya nilai tukar domestik. Berikut ini disajikan tabel pergerakan nilai tukar rupiah per dolar AS, suku bunga deposito rupiah (1 bulan) dan suku bunga deposito dolar AS-LIBOR (1 bulan)

Tabel 1. 1 Nilai Tukar Rp/USD, Suku bunga deposito Rupiah (% per tahun) dan Suku bunga deposito AS (% per tahun) Tahun 1998.

Periode	Rp/USD	Suku bunga deposito Rupiah (1 bulan)	Suku bunga deposito AS (1 bulan)
Januari	10.375	25,65	5,53
Februari	8.750	28,61	5,53
Maret	8.325	44,54	5,58
April	7.970	50,57	5,56
Mei	10.525	57,43	5,56
Juni	14.900	52,92	5,57
Juli	13.000	50,99	5,57
Agustus	11.075	55,43	5,56
September	10.700	61,76	5,49
Oktober	7.550	60,38	5,24
November	7.300	52,99	5,16
Desember	8.025	41,42	5,47

Sumber : Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia, Bank Indonesia

Berdasarkan tabel 1. 1 tersebut diatas terlihat bahwa dengan adanya perbedaan selisih suku bunga domestik dengan luar negeri pada tingkat positif, dari enam kali kali peningkatan suku bunga domestik diikuti oleh empat kali menguatnya nilai tukar rupiah terhadap dolar AS pada periode berikutnya dan dua kali melemahnya nilai tukar rupiah terhadap dolar AS pada periode berikutnya. Dengan menggunakan pendekatan paritas suku bunga akan dilihat sejauh mana kehandalan informasi adanya

perbedaan suku bunga domestik dengan suku bunga luar negeri mampu ditangkap oleh pasar valuta asing di Indonesia sehingga dapat mempengaruhi pergerakan nilai tukar rupiah terhadap valuta asing.

I. 2. Perumusan Masalah

Dengan berlakunya sistem nilai tukar mengambang bebas sejak Agustus 1997 yang berarti menyerahkan penentuan nilai tukar rupiah kepada mekanisme pasar perilaku nilai tukar rupiah terus bergejolak sehingga semakin sulit diprediksi. Bahwa pada dasarnya nilai tukar memang harus bergejolak, karena agar dapat mengirimkan sinyal – sinyal harga yang benar maka nilai tukar harus senantiasa berubah menyesuaikan diri terhadap adanya informasi pasar yang beredar. Dengan demikian menjadi suatu pertanyaan apakah nilai tukar rupiah yang terbentuk sudah betul – betul mencerminkan semua informasi yang tersedia dan relevan yang merupakan indikasi ada tidaknya efisiensi pada pasar valuta asing.

Dengan melalui pendekatan paritas suku bunga akan di uji apakah pasar valuta asing berfungsi baik dalam menyajikan informasi untuk dijadikan dasar dalam memperkirakan kurs di masa mendatang. Konsep paritas suku bunga membantu menjelaskan bagaimana perilaku kurs dan tingkat suku bunga saling berinteraksi untuk mencapai posisi keseimbangan di pasar valuta asing.

Berdasarkan atas uraian tersebut diatas, maka permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

“Apakah pasar valuta asing di Indonesia merupakan pasar valuta asing yang efisien dengan menggunakan pendekatan paritas suku bunga”.

1. 3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1. 3. 1. Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah :

- a. Untuk menganalisis bagaimana kondisi pasar valuta asing di Indonesia.
- b. Menguji dan menganalisis efisiensi pasar valuta asing di Indonesia melalui pendekatan paritas suku bunga.

1. 3. 2. Kegunaan Penelitian .

Kegunaan dari penelitian ini adalah :

- a. Bagi investor, diharapkan dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan jika mereka tertarik dalam berinvestasi pada pasar valuta asing.
- b. Bagi bank Indonesia sebagai Bank Sentral, hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan dalam upaya pengembangan pasar valuta asing di Indonesia
- c. Bagi para akademisi, diharapkan dapat menjadi sumber inspirasi dan bahan referensi untuk melakukan penelitian yang sejenis secara lebih mendalam.

1. 4. Outline dari tesis.

Penulisan dari tesis ini terdiri atas 5 bab, di mana masing – masing mempunyai

pokok bahasan tersendiri menurut sistematika sebagai berikut :

Bab I. Pendahuluan

Bab ini akan mengantarkan pembaca untuk mengetahui latar belakang penelitian, perumusan masalah utama, serta tujuan dan kegunaan penelitian.

Bab II. Telaah Pustaka dan Pengembangan Model Penelitian.

Bab ini akan menguraikan telaah pustaka yang di dalamnya berisi tentang pengertian pasar valuta asing, transaksi – transaksi yang terjadi di pasar valuta asing, konsep dari efisiensi pasar valuta asing, bagaimana terjadinya arbitrase suku bunga sehingga mencapai kondisi paritas suku bunga, bentuk dari kondisi paritas suku bunga yaitu yang terdiri dari paritas suku bunga tertutup dan terbuka serta bagaimana konsep dari paritas suku bunga. Selanjutnya dalam bab ini akan dikemukakan juga mengenai hasil – hasil penelitian terdahulu tentang efisiensi pasar valuta asing dimana dari telaah pustaka dan hasil penelitian terdahulu dihasilkan sebuah model beserta hipotesis yang diajukan. Terakhir dalam bab ini dikemukakan mengenai definisi operasional dari variabel – variabel penelitian.

Bab III. Metode Penelitian.

Bab ini akan menguraikan tentang jenis dan sumber data, populasi dan sampel yang diambil, bagaimana metode pengumpulan datanya, serta tehnik analisis yang digunakan.

Bab IV. Analisis Data

Bab ini akan menyajikan mengenai gambaran umum dari obyek penelitian

beserta data – data deskriptifnya. Disamping itu disajikan juga bagaimana proses analisis datanya serta hasil analisa data. Bab ini diakhiri dengan dengan pengujian atas hipotesis yang telah diajukan dalam bab 2 sebelumnya.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN

2. 1. Pendahuluan

Pada bab ini akan disajikan telaah pustaka yang mendasari penelitian ini yaitu telaah pustaka terhadap teori – teori yang relevan dengan penelitian yang diajukan, yang meliputi ; pengertian pasar valuta asing, kajian secara teoritis dari efisiensi pasar valuta asing, pengertian paritas suku bunga, konsep dari paritas suku bunga serta hubungan antara efisiensi pasar valuta asing dengan kondisi paritas suku bunga. Disamping itu disampaikan pula hasil penelitian dari peneliti terdahulu. Selanjutnya disampaikan mengenai kerangka pemikiran teoritis beserta model yang dikembangkan, hipotesis yang diajukan dan bagaimana definisi operasional dari variabel – variabel yang akan diteliti dan terakhir adalah kesimpulan sebagai penutup dari bab ini.

2. 2. Telaah Pustaka.

2. 2. 1. Pengertian Pasar Valuta Asing.

Pasar valuta asing (*foreign exchange market*) adalah sebuah pasar atau tempat pertemuan dimana individu, perusahaan, dan kalangan perbankan mengadakan jual beli mata uang dari berbagai negara atau valuta – valuta asing (Salvatore, D 1997). Pasar valuta asing itu sendiri tidak memiliki suatu bentuk fisik yang pasti, karena

pengertiannya memang lebih mengacu pada kegiatan dari pada lokasi fisik seperti pengertian pasar secara tradisional. Sebagai contoh, pasar valuta asing yang memperdagangkan dolar AS mencakup berbagai tempat yang tersebar di berbagai penjuru dunia (mulai dari London, Paris, Singapura, Jakarta, Hongkong, Tokyo dan New York). Di tempat – tempat itulah dolar AS dibeli dan dijual serta berpindah – pindah dari satu tempat ke tempat lain. Di pasar – pasar itu pula dolar ditukarkan dengan berbagai macam valuta asing. Pusat – pusat moneter yang tersebar di berbagai penjuru dunia itu disatukan oleh jaringan telepon dan komputer sehingga membentuk suatu pasar global *integratif* yang berfungsi selama dua puluh empat jam.

2. 2. 2. Transaksi dalam Pasar Valuta Asing.

Transaksi – transaksi yang dilakukan di pasar valuta asing secara umum dapat di bedakan menjadi tiga jenis transaksi, yaitu transaksi *spot*, *forward*, dan *swap*. Berikut ini akan dijelaskan ketiga jenis transaksi tersebut.

2. 2. 2. a. Transaksi Spot.

Transaksi *Spot* adalah transaksi valuta asing yang jangka waktu pembayarannya dua hari kerja setelah tanggal transaksi (Salvatore D, 1997). Periode selama dua hari kerja tersebut dimaksudkan untuk memberikan waktu yang memadai bagi kedua belah pihak guna mengadakan pengaturan dan memberikan instruksi – instruksi pendebitan dan pengkreditan rekening mereka pada bank – bank yang terkait, baik itu yang berada di dalam maupun di luar negeri. Sedangkan kurs yang digunakan sebagai landasan transaksi disebut sebagai *kurs spot (spot rate)*.

2. 2. 2. b. Transaksi Forward.

Transaksi *forward* adalah transaksi untuk membeli sejumlah valuta asing yang penyerahannya dilakukan di masa mendatang berdasarkan tingkat nilai kurs yang disepakati pada hari ini (Salvatore D, 1997). Dalam praktek, biasanya jangka waktu penyerahan transaksi ini adalah 30, 60, 90, atau 180 hari. Sedangkan kurs yang disepakati pada hari ini namun baru berlaku beberapa waktu kemudian disebut *kurs forward (forward rate)*.

Jika kurs forward lebih rendah dibandingkan kurs spot yang tengah berlaku, maka valuta asing yang terkait dikatakan mengalami *diskonto forward (forward discount)* terhadap mata uang domestik yang menjadi pasangannya. Sebaliknya jika kurs forward itu lebih tinggi dari pada kurs spot yang tengah berlaku, maka valuta asing itu mengalami *premi forward (forward premium)*. *Diskonto forward* atau *premi forward* biasanya dinyatakan dalam angka persen pertahun berdasarkan kurs spot yang tengah berlaku.

2. 2. 2. c. Transaksi Swap.

Transaksi *swap* adalah transaksi yang mengacu pada penjualan suatu mata uang berdasarkan kurs spot yang dikombinasikan dengan perjanjian pembelian kembali secara forward atas mata uang yang sama (Salvatore, D, 1997)

2. 2. 3. Konsep Efisiensi Pasar Valuta Asing.

Konsep efisiensi pasar pada awalnya dikembangkan oleh Fama yang mendeskripsikan pasar yang efisien terdiri atas : sejumlah pelaku, yang rasional dan

aktif selalu mengejar laba maksimal, bersaing satu sama lain dalam memprediksi nilai pasar dari suatu surat berharga di masa mendatang, dan di mana informasi saat ini yang penting tersedia hampir secara bebas bagi semua pelaku pasar. Oleh karena itu pasar dikatakan efisien bila harga pasar betul – betul segera mereflesikan semua informasi yang relevan (Mudrajad K,1996).

Dengan menggunakan konsep hipotesis efisien pasar yang dikemukakan oleh Fama maka suatu pasar valuta asing dikatakan efisien apabila kurs valas selalu betul – betul mencerminkan semua informasi yang tersedia dan relevan (Mudrajad, K 1996). Dalam kondisi ini, tidak ada operasi pasar yang dapat memperoleh keuntungan secara terus menerus dengan mendasarkan diri pada informasi yang mereka miliki. Secara teknis kondisi efisien ini akan tercermin dalam persamaan sebagai berikut (Hariyadi R, 1998) :

$$E (S_{t+1} - S^e_{t+1} | I_t) = 0 \dots\dots\dots (2. 1)$$

Dimana,

S_{t+1} = Spot rate

S^e_{t+1} = Ekspektasi spot rate

I_t = Informasi yang tersedia pada saat t

Persamaan diatas menunjukan bahwa ekspektasi rata – rata atau harapan atas laba berlebih akan sama dengan nol dan tidak ada peluang keuntungan yang bisa dieksploitasi oleh peserta pasar. Selanjutnya dalam pengujian empiriknya diperlukan memahami bagaimana harapan dibentuk. Suatu harapan rasional berarti tidak ada kesalahan yang sistematis dalam peramalan. Implikasinya, perubahan harga harus

random (acak) dalam arti perubahan tersebut tidak dapat diprediksi berdasarkan kenyataan masa lalu. Hipotesis efisiensi pasar dibedakan menjadi tiga bentuk yaitu ; bentuk lemah (*weak form*), bentuk semi kuat (*semi strong form*) dan bentuk kuat (*strong form*)

Transaksi yang dilakukan dalam pasar valuta asing dapat dilakukan secara *spot* maupun *forward*. Sebuah pasar valuta asing dikatakan efisien apabila kurs forward yang tengah berlaku secara akurat dapat memprediksikan kurs spot yang akan berlaku di masa – masa yang akan datang (Salvatore, D 1997). Artinya jika kurs forward dapat mencerminkan semua informasi yang ada dan secara cepat menyesuaikan diri terhadap setiap informasi baru, maka para investor tidak akan dapat memperoleh keuntungan secara terus menerus dengan mendasarkan diri pada informasi yang mereka miliki, dan dalam situasi seperti itulah pasar valuta asing dikatakan efisien. Secara teknis kondisi efisien ini akan tercermin dalam persamaan sebagai berikut (Mudrajat, K 1996) :

$$E_t(S_{t+1}) = F_t \dots\dots\dots (2.2)$$

Di mana,

$E_t(S_{t+1})$ = perkiraan kurs spot mendatang

F_t = kurs forward

Persamaan di atas menunjukkan bahwa kurs forward sebagai kurs peramal yang tidak bias dan efisien yang secara penuh untuk penentuan kurs spot yang akan terjadi di masa mendatang. Dalam hal ini efisien berarti bahwa semua informasi yang tersedia dan sesuai pada waktu t telah digabungkan kedalam kurs forward. Sejalan dengan

konsep tersebut maka dikenal istilah hipotesis kurs forward yang tidak bias (*Unbiased Forward Rate Hypothesis –UFH*). Bila nilai forward digunakan sebagai *unbiased predictor* dari nilai spot periode mendatang, maka nilai forward dapat *overestimates* maupun *underestimates* sepanjang periode tertentu dengan jumlah dan frekuensi yang relatif sama, hingga totalnya sama dengan 0. Kondisi ini dijabarkan dengan persamaan sebagai berikut (Hariyadi R, 1998) :

$$S_{t+1}^e = \beta_0 + \beta_2 F_t + \varepsilon_{t+1} \dots\dots\dots (2.3)$$

Dimana,

S_{t+1}^e = Ekspektasi nilai spot satu periode mendatang

F_t = Nilai forward

ε_{t+1} = Error

β_0, β_2 = Koefisien dimana $H_0 : \beta_0 = 0$ dan $\beta_2 = 1$

Disamping menggunakan kedua hipotesis pasar valuta asing seperti tersebut di atas untuk pengujian efisiensi pasar valuta asing, pengujian efisiensi valuta asing dapat dilakukan dengan menggunakan konsep *paritas suku bunga*. Menurut MacDonald dan Talyor (1989) kondisi paritas suku bunga akan tercipta jika pasar valuta asing beroperasi secara efisien, dimana dalam kondisi paritas suku bunga akan sedikit sekali terbuka peluang untuk melakukan arbitrase suku bunga bebas resiko sehingga para pelaku pasar tidak akan dapat memperoleh keuntungan secara terus menerus. Sedangkan deviasi atau penyimpangan – penyimpangan dari paritas suku bunga secara umum lebih kecil dibandingkan dengan biaya transaksi yang harus dipikul dari keuntungan jangka pendeknya.

Lebih lanjut menurut Krugman P. R dan Obsfeld M (1996) bahwa dengan melalui konsep paritas suku bunga dapat digunakan untuk mempelajari berbagai informasi yang terkandung dalam kurs di pasaran dimana jika pasar valuta asing berfungsi baik dalam menyajikan informasi untuk dijadikan dasar dalam memperkirakan kurs di masa mendatang maka kondisi paritas suku bunga harus tercipta.

Dari uraian tersebut di atas maka dapat diambil kesimpulan bahwa pengertian efisiensi pasar valuta asing dapat bermacam – macam tergantung dari definisi efisiensi pasar valuta asing itu sendiri, dengan demikian pengujian efisiensi pasar valuta asing akan tergantung pada konsep pendekatannya.

2. 2. 4. Arbitrase Suku Bunga.

Seperti hal di pasar – pasar asset lainnya, para pelaku dalam pasar valuta asing juga memperhatikan perkiraan tingkat imbalan asset (mata uang) yang bersangkutan. Untuk membandingkan perkiraan tingkat imbalan dari sejumlah pilihan mata uang, mereka memerlukan dua jenis informasi. Pertama, mereka harus mengetahui perubahan nilai uang dari simpanan. Dimana informasi untuk memperkirakan imbalan atas suatu devisa adalah suku bunga (*interest rate*) devisa tersebut. Kedua, mereka harus mengetahui kemungkinan perubahan kurs sehingga peluang tingkat imbalan dari masing – masing devisa dapat diperbandingkan. Praktek yang memadukan perhitungan suku bunga dengan kurs disebut dengan istilah *arbitrase suku bunga (interest arbitrage)*. Istilah arbitrase suku bunga pada dasarnya mengacu

pada arus modal likuid jangka pendek antar negara yang bertolak dari motif untuk memperoleh tingkat keuntungan yang lebih besar di luar negeri (Salvatore D, 1997)

2. 2. 5. Konsep Paritas Suku Bunga.

Seandainya proses arbitrase suku bunga terus berlangsung, maka pada akhirnya keuntungan yang diperoleh dari proses arbitrase suku bunga akan terus berkurang sampai pada akhirnya lenyap sama sekali. Jika keuntungan netonya sama dengan nol, maka valuta asing atau mata uang yang bersangkutan secara keseluruhan dikatakan dalam kondisi paritas suku bunga (*interest rate parity*).

Konsep paritas suku bunga merupakan konsep yang muncul dari suatu mekanisme dan perilaku yang terjadi dalam pasar valuta asing. Para pelaku pasar tersebut mendasarkan permintaannya terhadap suatu surat berharga dalam mata uang tertentu pada perkiraan manfaat (*rate of return*) berbagai mata uang yang diperdagangkan (Melvin, 1992). Berbagai – macam informasi dibutuhkan untuk membandingkan peluang manfaat dari masing – masing surat berharga valuta asing. Informasi tersebut diantaranya, perubahan nilai uang dari surat berharga valuta asing yang diukur dengan suku bunga, dan kemungkinan terjadinya perubahan kurs (Krugman P. R dan Obsfeld, 1996). Hubungan antara kurs dan suku bunga inilah yang merupakan dasar dari kondisi paritas suku bunga. Ilustrasi berikut ini akan menjelaskan hubungan antara suku bunga, kurs spot dan kurs forward, dimana hubungan tersebut akan diamati melalui proses aktivitas arbitrase suku bunga tertutup (Melvin, 1992).

Jika r adalah tingkat *suku bunga domestik* dan r^* adalah tingkat *suku bunga di luar negeri*, sementara S adalah *kurs spot* valuta domestik terhadap valuta asing dan F adalah *kurs forward*-nya, maka alternatif berikut ini akan dihadapi oleh seorang investor yang memiliki unit valuta domestik dan ingin menginvestasikannya di pasar uang.

- a. Investasi dalam valuta domestik, dimana hasil yang akan diterimanya adalah sebesar $(1 + r)$ unit valuta domestik.
- b. Investasi dalam valuta asing (di luar negeri), dimana hasil yang akan diterimanya adalah sebesar $(1 + r^*) / S$ unit valuta asing.

Hasil dari masing - masing alternatif tersebut baru dapat diperoleh 1 periode mendatang. Agar dapat diperbandingkan, maka hasil masing - masing alternatif investasi tersebut harus sama - sama dalam valuta domestik. Karena tak ada seorangpun yang dapat memastikan berapa kurs spot satu periode mendatang, maka untuk alternatif kedua, investor dapat mengatasi ketidakpastian tentang berapa hasil yang akan diterimanya dalam valuta asingnya melalui kontrak forward.

Dengan menjual $(1 + r) / S$ unit valuta asing pada saat ini di pasar forward untuk diterima 1 periode mendatang, maka investor tersebut telah memastikan berapa hasil dari investasi valuta asingnya jika dinilai dalam valuta domestik. Hasil tersebut adalah sebesar $(1 + r^*) F / S$ unit valuta domestik. Perbandingan antara kedua alternatif tersebut adalah dapat dituliskan dalam hubungan berikut ini :

$$1 + r = (1 + r^*) \frac{F}{S}$$

yang dapat juga ditulis menjadi,

$$\frac{F}{S} = \frac{1 + r}{1 + r^*}$$

Dengan mengurangkan 1 pada kedua sisi persamaan diatas maka akan diperoleh persamaan berikut :

$$\frac{F - S}{S} = \frac{r - r^*}{1 + r^*}$$

Dengan catatan bahwa r^* semakin kecil (mendekati nol), maka persamaan diatas dapat dituliskan menjadi :

$$\frac{F - S}{S} = r - r^* \dots\dots\dots (2.4)$$

Kondisi yang digambarkan oleh persamaan tersebut diatas adalah merupakan kondisi paritas suku bunga tertutup yang juga dapat juga dituliskan menjadi :

$$f - s = r - r^* \dots\dots\dots (2.5)$$

Dimana, f dan s dalam huruf kecil berarti dinyatakan dalam logaritma natural.

Berdasarkan persamaan tersebut diatas kondisi paritas suku bunga dapat diartikan sebagai berikut: kondisi paritas suku bunga tercipta bila selisih suku bunga antara berbagai deposito yang ternilai dalam berbagai jenis mata uang yang sama besarnya dengan selisih kurs antara berbagai jenis mata uang yang bersangkutan Krugman P. R dan Obsfeld (1991). Lebih lanjut menurut Krugman P. R dan Obsfeld (1991) bila kondisi paritas suku bunga tercipta maka dapat dikatakan bahwa pasar valuta asing berada dalam kondisi keseimbangan artinya bahwa segenap simpanan

valuta asing merasa bahwa berbagai macam simpanan merupakan aset – aset yang sama menariknya, sehingga pasar tidak akan mengalami kelebihan penawaran simpanan tertentu dan kelebihan permintaan simpanan lainnya.

Menurut Baillie dan Mc Mahon (1989) ada beberapa asumsi yang mendasari terciptanya kondisi paritas suku bunga yaitu :

1. Surat berharga dalam dan luar negeri dianggap mempunyai batas waktu dan resiko yang identik.
2. Tidak adanya perbedaan dalam pengendalian/pengawasan yang dilakukan oleh pemerintah terhadap sistem moneter, sistem perpajakan dan resiko politis.
3. Tidak adanya biaya transaksi dalam valuta asing.

Sedangkan menurut Brealey dan Myers (1991) kondisi yang memungkinkan berlakunya teori paritas suku bunga adalah kondisi seperti yang ada di pasar *Eurocurrency*. Pasar *Eurocurrency* merupakan sebuah pasar keuangan internasional yang paling bebas dari pengaruh pengaturan pemerintah ataupun pengenaan pajak. Karena dalam pasar ini relatif hampir tidak ada/kecil sekali hambatan atau biaya dalam transaksi dan perdagangan internasional, maka individu relatif tidak memperdulikan resiko. Akibatnya uang dapat berpindah begitu mudahnya diantara simpanan (deposito) *Eurocurrency* yang berbeda. Teori paritas suku bunga hampir selalu berlaku dan terbukti dalam pasar ini. Misalnya saja dalam menetapkan kurs forward atas suatu valuta *Eurocurrency*, para pedagang ataupun *dealer* transaksi valuta asing hanya melihat atau memperhatikan selisih/perbedaan tingkat bunga suatu

valuta *Eurocurrency* dengan tingkat bunga valuta *Eurocurrency* lainnya (misalnya antara *Eurodollar* dengan *Euroyen*)

Frankel dan MacArthur (1988) menyajikan bukti – bukti empiris bahwa arbitrase suku bunga tertutup hanya dapat dilakukan di negara – negara industri maju yang lebih besar. Lebih lanjut ditegaskan bahwa arbitrase itu tidak bisa dilakukan di negara – negara industri yang perekonomiannya kecil, apalagi di negara – negara berkembang.

2. 2. 6. Paritas Suku Bunga Tertutup (*Covered Interest Parity*)

Karena transfer dana ke luar negeri dalam rangka memanfaatkan suku bunga yang lebih tinggi di pusat moneter di negara lain akan mengakibatkan konversi mata uang domestik menjadi valuta asing, dan juga rekonversi dari valuta asing itu (plus suku bunganya) menjadi mata uang domestik pada saat jatuh tempo, maka proses ini di hadapkan pada resiko kurs yang cukup besar. Resiko kurs itu sendiri bersumber dari kemungkinan terjadinya depresiasi valuta asing selama periode investasi. Jika resiko kursnya terselubung, maka di sini akan didapati kasus arbitrase suku bunga terselubung/tertutup (*covered interest arbitrage*). Sebaliknya jika resiko kursnya terbuka, maka akan di dapati arbitrase suku bunga terbuka (*uncovered interest arbitrage*). Dengan demikian ada dua konsep paritas suku bunga yaitu paritas suku bunga tertutup (*Covered Interest Parity*) dan paritas suku bunga terbuka (*Uncovered Interest Parity*).

Kondisi paritas suku bunga tertutup (*Covered Interest Parity*) menunjukkan hubungan antara kurs spot, kurs forward dan suku bunga. Kondisi paritas suku bunga tertutup di formulasikan dengan bentuk persamaan sebagai berikut (MacDonald dan Taylor, 1989) :

$$f_t - s_t = r_t - r^*_t$$

Dimana, f adalah kurs forward dalam bentuk logaritma natural (\ln), s adalah kurs spot dalam bentuk \ln , r adalah suku bunga dalam negeri, r^* suku bunga luar negeri

Selisih dari kurs forward dengan kurs spot disebut dengan istilah tingkat *forward premium* atau *discount premium* antara kedua valuta tersebut. Menurut Melvin (1992), *premium* atau *discount* adalah suatu jumlah kurs *forward* berbeda terhadap kurs *spot* dimana :

- a. Jika kurs *forward* suatu valuta ditetapkan pada *premium* terhadap kurs spot, maka valuta tersebut memiliki nilai yang lebih tinggi pada forward dibandingkan pada spot. Ini berarti bahwa kurs spot forward-nya lebih rendah dari pada kurs spot.
- b. Sebaliknya jika kurs *forward* suatu valuta ditetapkan pada *discount* terhadap kurs spot, maka valuta tersebut memiliki nilai yang lebih rendah pada *forward* dibandingkan pada spot. Ini berarti kurs forward-nya akan lebih tinggi dibandingkan kurs spot.

Dengan menggunakan istilah *forward premium* atau *forward discount* maka kondisi paritas suku bunga tertutup dapat diartikan sebagai berikut : tingkat suku bunga simpanan dalam negeri atau negara tertentu sama dengan suku bunga simpanan negara lain ditambah dengan premium berjangka atau diskon berjangka (Krugman P.

R dan Obsfeld, 1996).

Menurut Krugman P. R dan Obsfeld (1996) teori paritas suku bunga tertutup membantu menjelaskan kedekatan arah pergerakan kurs spot dan kurs forward yang merupakan ciri khas valuta asing – valuta asing terkuat (milik negara – negara industri maju). Peristiwa – peristiwa ekonomi tak terduga yang mempengaruhi perkiraan imbalan aset seringkali hanya menimbulkan akibat yang relatif kecil terhadap selisih suku bunga internasional dari berbagai simpanan bertempo pendek (misalnya bertempo tiga bulan). Maka untuk mempertahankan kondisi paritas suku bunga tertutup, kurs spot dan kurs forward dari simpanan – simpanan berjangka waktu sama sedapat mungkin harus bergerak seimbang.

2. 2. 7. Paritas Suku Bunga Tidak Tertutup (*Uncovered Interest Parity*)

Seperti telah disebutkan diatas bahwa jika resiko kursnya terbuka, maka akan di dapati arbitrase suku bunga terbuka (*uncovered interest arbitrage*) sehingga selanjutnya dikenal konsep paritas suku bunga tidak tertutup (*Uncovered Interest Parity*). Hubungan – hubungan yang terjadi dalam paritas suku bunga tidak tertutup adalah sebagai berikut (MacDonald dan Taylor, 1989), (Copeland, 1989) :

$$[E_t(S_{t+1}) - S_t]/S_t = r_t - r^*_t \dots\dots\dots (2. 6)$$

Dimana,

$E_t(S_{t+1})$ = ekspektasi kurs spot pada periode $t + 1$

S_t = kurs spot pada periode t

r_t = suku bunga domestik

r^*_t = suku bunga luar negeri

Berdasarkan persamaan tersebut diatas selisih dari ekspektasi kurs periode mendatang dengan kurs spot disebut dengan istilah tingkat depresiasi yang diharapkan (*rate of depreciation*) sehingga kondisi paritas suku tidak tertutup diartikan sebagai tingkat bunga di negara tertentu sama dengan tingkat bunga di negara lain setelah diperhitungkan perkiraan mengenai laju depresiasi mata uang negara yang satu dengan negara yang lain (Boediono, 1989)

Menurut Copeland (1989) untuk menguji efisiensi pasar valuta asing melalui kondisi paritas suku bunga terbuka, dimana jika pasar beroperasi secara efisien maka harapan kurs periode mendatang ($E_t s_{t+1}$) adalah merupakan kurs aktual pada periode mendatang (s_{t+1}). Pengujiannya dapat dilakukan dengan mengubah kondisi paritas suku bunga terbuka menjadi bentuk persamaan regresi sebagai berikut :

$$s_{t+1} - s_t = r_t - r^*_t + u_t \dots\dots\dots (2.7)$$

Dimana,

s_{t+1} = Kurs spot aktual pada periode $t + 1$

s_t = Kurs spot pada periode t

r_t = Suku bunga dalam negeri.

r^*_t = Suku bunga luar negeri.

2. 3. Telaah Studi Terdahulu.

Penelitian terhadap efisiensi pasar valuta asing dalam hubungannya dengan penerapan kondisi paritas suku bunga telah banyak dilakukan oleh beberapa peneliti

diluar negeri. Penelitian tersebut meliputi penelitian terhadap keabsahan terhadap berlakunya paritas suku bunga (paritas suku bunga tertutup maupun paritas suku terbuka) serta tentang ukuran penyimpangan – penyimpangan dari kondisi paritas suku bunga.

Menurut Krugman P. R dan Obsfeld (1996) kondisi paritas suku bunga merupakan cara yang paling sederhana untuk menguji apakah pasar valuta asing berfungsi baik dalam menyajikan informasi untuk dijadikan dasar dalam memperkirakan kurs di masa mendatang. Bahwa kondisi paritas suku bunga tercipta bila selisih suku bunga antara berbagai deposito yang ternilai dalam berbagai jenis mata uang yang sama besarnya dengan nilai selisih kurs antara berbagai jenis mata uang yang bersangkutan. Secara matematis, jika R_t adalah suku bunga deposito mata uang domestik pada tanggal t , R^*_t adalah suku bunga deposito valuta asing, E_t adalah kurs (harga valuta asing dalam satuan mata uang domestik), dan E^e_{t+1} adalah perkiraan kurs para pelaku pasar pada saat suku bunga domestik adalah R_t dan R^*_t , maka kondisi paritas suku bunga dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$(E^e_{t+1} - E_t) / E_t = R_t - R^*_t$$

Lebih lanjut menurut Krugman P. R dan Obsfeld (1996) persamaan di atas merupakan cara yang paling sederhana untuk menguji apakah pasar valuta asing berfungsi baik dalam menyajikan informasi untuk dijadikan dasar dalam memperkirakan kurs di masa mendatang. Dengan demikian jika kondisi paritas suku bunga tercipta berarti hal tersebut mengindikasikan bahwa pasar valuta asing telah beroperasi secara efisien. Dari hasil penelitian yang dilakukan oleh Krugman P. R

dan Obsfeld (1996) mengenai hubungan antara selisih suku bunga dengan tingkat depresiasi yang akan terjadi atas empat mata uang yaitu : Jerman, Inggris, Swiss dan Jepang selama periode 1980 – 1985, ternyata selisih suku bunga kurang bisa diandalkan, karena gagal dalam menangkap gejolak kurs yang akan terjadi. Bahkan selama periode tersebut informasi yang diberikan selisih suku bunga sangat rancu sehingga untuk memperkirakan arah perubahan kurs saja (depresiasi atau apresiasi) selisih suku bunga itu tidak mampu memberikan informasi apa – apa.

Beberapa peneliti lain seperti; Aliber (1973), Frenkel dan Levich (1975), Marston (1976), Cosainder dan Laing (1981), Fratiani dan Wakemen (1982) (Mac Donald dan Taylor, 1992) meneliti efisiensi pasar valuta asing dalam hubungannya dengan kondisi paritas suku bunga tertutup (*covered interest parity*) dengan menguji paritas suku bunga tertutup melalui persamaan sebagai berikut :

$$f_t - s_t = r_t - r^*_t$$

Di mana s_t adalah kurs spot dalam logaritma natural, f_t adalah kurs forward pada periode t dalam logaritma natural, r_t dan r^*_t adalah suku bunga dalam dan luar negeri.

Secara garis besar telah dilakukan dua jenis pengujian terhadap paritas suku bunga tertutup. Pertama bersandar pada penghitungan deviasi aktual dari paritas suku bunga untuk melihat jika secara signifikan berbeda dari nol. Tingkat signifikansi umumnya ditentukan bertalian dengan bias transaksi. Frenkel dan Levich (1975), melalui penelitiannya terhadap mata uang Inggris-AS dan Kanada-AS dengan suku bunga Treasury bill menemukan bahwa terjadinya penyimpangan – penyimpangan nyata dari paritas suku bunga tertutup yang diukur dengan adanya biaya – biaya

transaksi dimana ditunjukkan bahwa dalam periode – periode terjadinya gejolak perekonomian, prosentase penyimpangan – penyimpangan dari paritas suku bunga tertutup dapat dijelaskan dengan biaya – biaya transaksi, yang mana menggambarkan suatu refleksi dari ketidakpastian finansial dalam periode tersebut. Clinton (1988) melalui penelitiannya terhadap lima mata uang utama dalam hubungannya dengan mata uang dollar AS, menyatakan bahwa penyimpangan – penyimpangan dari paritas suku bunga tertutup seharusnya tidak lebih besar dari biaya – biaya transaksi minimum pada pasar valuta asing.

Metode lain pengujian secara empirik validitas paritas suku bunga tertutup dengan menggunakan analisa *regresi*. Dengan asumsi tidak adanya biaya transaksi persamaan yang diestimasi adalah (MacDonal dan Taylor, 1992) :

$$f_t - s_t = \alpha + \beta(r - r^*)_t + \mu_t \dots\dots\dots (2. 8)$$

Dalam hal ini diharapkan model yang diestimasi menghasilkan nilai α yang secara signifikan tidak berbeda dari nol dan nilai β tidak berbeda dari satu. Dengan kata lain hipotesa yang digunakan adalah $\alpha = 0$ dan $\beta = 1$.

Dengan menggunakan hipotesa $\alpha = 0$ dan $\beta = 1$ hal ini berarti jika paritas suku bunga tertutup berlaku sehingga tidak akan terjadi peluang arbitrase yang menguntungkan yang berarti bahwa selisih antara kurs forward dengan kurs spot yang pada mulanya merupakan suatu keuntungan akan dihilangkan oleh adanya perbedaan suku bunga masing – masing valuta. Dengan demikian maka jika pengujian paritas suku bunga tertutup menggunakan metode analisa regresi maka hipotesa yang digunakan adalah $\alpha = 0$ dan $\beta = 1$. Persamaan diatas telah diuji oleh para peneliti

untuk berbagai mata uang dan periode waktu misalnya, penelitian yang dilakukan oleh : Branson (1969), Cosandier dan Laing (1981), Fratiani dan Wakeman (1982).

Penelitian yang dilakukan oleh Fratiani dan Wakeman (1982) menguji persamaan tersebut diatas dengan menggunakan suku bunga Euro deposit untuk mata uang Euro-dollar dalam periode 1967 – 1978. Hasil penelitiannya menghasilkan suatu kesimpulan yang mendukung kondisi paritas suku bunga tertutup. Walaupun terdapat penyimpangan yang signifikan untuk parameter α (diduga karena adanya pengaruh biaya transaksi), estimasi dari β pada sebagian besar kasus, tidak berbeda secara signifikan dari nilai harapannya.

Sedangkan MacDonald dan Taylor (1989) menguji kondisi paritas suku bunga tertutup dengan menggunakan frekuensi tinggi yaitu pengujian data tiga kali sehari (7.30, 12.00 dan 16.00 waktu London) atas kurs spot dollar – sterling dan suku bunga Euro – dollar dan Euro – sterling untuk 1, 2, 3, 6, dan 12 bulan. Periode penelitiannya adalah tanggal 17 September s/d 26 September 1985. Periode ini diambil karena pada waktu itu menteri keuangan “Kelompok Lima” (Inggris, Perancis, AS, Jerman dan Jepang) mengumumkan perhatian mereka untuk membendung kenaikan dolar lebih lanjut. Hasil pengujian terhadap kondisi paritas suku bunga tertutup dengan menggunakan data frekuensi tinggi menunjukkan bahwa pasar pada umumnya sangat efisien di mana tidak adanya peluang arbitrase yang menguntungkan yang terjadi pada jatuh tempo 3 bulan atau kurang, tetapi masih ada peluang keuntungan kecil terjadi secara acak dalam jatuh tempo 6 bulan dan lebih.

Dari beberapa hasil penelitian tersebut diatas maka dapat diambil kesimpulan bahwa arbitrase suku bunga tertutup banyak dilakukan di negara – negara maju dimana meskipun terjadi penyimpangan – penyimpangan terhadap kondisi paritas suku bunga tertutup tetapi tidak lebih besar dari biaya transaksi yang harus ditanggung.

Penelitian juga dilakukan terhadap kondisi paritas suku bunga tidak tertutup (*Covered Interest Parity*). Dengan asumsi dan resiko netral, dengan bentuk persamaan yang diestimasi adalah (Mac Donald dan Taylor, 1989)

$$s^e_{t+n} - s_t = \Delta s^e_{t+n} = i_t - i^*_t$$

Di mana, *superskrip e* menunjukkan bentuk ekspektasi pada waktu t , Δ menunjukkan operator perbedaan ke arah belakang. Persamaan di atas menunjukan bahwa premi forward harus sama dengan tingkat depresiasi yang diharapkan, di mana hal ini hanya berlaku jika peserta pasar netral resiko sehingga mereka tidak peduli untuk mencari *forward cover* sepanjang premi forward sama dengan depresiasi yang diharapkan. Persamaan tersebut diatas di uji dengan membentuk persamaan regresi sebagai berikut :

$$\Delta s_{t+n} = \alpha_0 + \alpha_1 (i - i^*) + v_{t+n}$$

Dimana hipotesa adanya resiko netral dan rasionalitas ekspektasi menunjukan bahwa α_0 dan α_1 masing – masing adalah sama dengan nol dan v_{t+n} harus suatu poses *stokastik, ortogonal* terhadap informasi masa lalu.

Persamaan tersebut di atas telah di uji misalnya oleh : Cumby dan Obsfeld (1981), Townend (1981), Loopesko (1984), Rogoff (1984), Taylor (1987b) dan

McAvinchey dan MacDonald (1988). Hasil dari temuan – temuan yang muncul terhadap mata uang Inggris, Jerman, Swiss dan Jepang menyimpulkan bahwa kondisi paritas suku bunga tidak tertutup ditolak, dalam hubungannya dengan analisa optimasi kurs forward sebagai suatu peramal dari kurs spot di masa mendatang, di mana ditolaknya paritas suku bunga sebagai indikasi adanya suatu premi resiko.

Di Indonesia pengujian empiris terhadap efisiensi pasar valuta asing dengan menggunakan pendekatan paritas suku bunga belum banyak dilakukan. Beberapa peneliti hanya menguji mengenai apakah kondisi paritas suku bunga tercipta atau berlaku pada pasar valuta asing di Indonesia dan penggunaan kondisi paritas suku bunga dalam perhitungan nilai tukar riil keseimbangan. Tetapi hasil penelitian dari beberapa peneliti tersebut setidaknya dapat menjadi bahan acuan untuk diadakan penelitian tentang efisiensi pasar valuta asing di Indonesia.

Syafrudin (1994) menguji berlaku tidaknya kondisi paritas suku bunga di Indonesia dengan menggunakan analisis ekonometri melalui pendekatan *kointegrasi* dan *model koreksi kesalahan (Error Correction Model)*. Data kurs spot yang digunakan adalah kurs tengah mata uang rupiah terhadap dolar AS. Untuk data suku bunga domestik digunakan suku bunga deposito 3 bulanan bank – bank pemerintah sedangkan suku bunga luar negeri menggunakan data LIBOR. Sementara untuk data kurs spot yang diharapkan, digunakan data pendekatan melalui perhitungan, sedangkan periode penelitiannya adalah selama tahun 1978 kuartal pertama sampai 1991 kuartal keempat. Hasil penelitiannya memberikan kesimpulan bahwa kondisi paritas suku bunga tidak berlaku di Indonesia dimana hasil estimasi menunjukan

bahwa untuk koefisien konstanta secara statistik tidak signifikan pada derajat kepercayaan 5 %. Demikian pula halnya dengan koefisien regresinya. Sehingga hipotesa konstanta (a) sama dengan nol dan b sama dengan satu tidak diterima yang berarti paritas suku bunga tidak berlaku di Indonesia. Lebih lanjut berdasarkan hasil penelitiannya, dalam jangka pendek hubungan antara selisih suku bunga dengan tingkat depresiasi yang diharapkan adalah positif, sedangkan dalam jangka panjang hubungan tersebut adalah negatif.

Penelitian yang dilakukan oleh Yati K dan Hardiyanto (1999) yang bertujuan untuk memberikan alternatif perhitungan nilai tukar keseimbangan dengan melalui pendekatan BEER (*Behavioral Exchange Rate*). BEER membangun keterkaitan antara perilaku nilai tukar riil efektif rupiah dengan variabel – variabel ekonomi yang relevan yang terdiri dari : *terms of trade*, Produktivitas, aktiva luar negeri bersih, resiko dan perbedaan suku bunga riil dalam negeri dengan luar negeri.. Penelitian dilakukan dengan analisa “*Johansen`s Cointegration Test`* dan *Error Correction Model* dengan periode estimasi bulanan dari September 1992 sampai dengan Agustus 1998. Hasil pengujian statistik terhadap faktor – faktor fundamental yang mempengaruhi perilaku nilai tukar riil efektif menunjukkan bahwa variabel produktivitas, *terms of trade*, resiko, aktiva luar negeri bersih dan perbedaan suku bunga merupakan variabel yang berpengaruh signifikan terhadap perubahan perilaku nilai tukar riil jangka pendek panjang di Indonesia. Sedangkan dalam jangka pendek perubahan produktivitas, *terms of trade*, faktor resiko, variabel perbedaan suku bunga serta perubahan nilai tukar periode sebelumnya mempengaruhi keseimbangan nilai

tukar riil jangka pendek. Koefisien estimasi yang diperoleh menunjukkan lebih besarnya peranan variabel – variabel sektor riil (faktor produktivitas dan *terms of trade*) dan faktor resiko dibandingkan moneter (cadangan devisa dan perbedaan suku bunga domestik dengan luar negeri) dalam menentukan nilai tukar rupiah riil keseimbangan, sehingga upaya untuk mempengaruhi perilaku nilai tukar riil rupiah memerlukan koordinasi kebijakan antara kebijakan moneter dan riil untuk menciptakan fundamental ekonomi yang kuat.

Secara garis besar perbedaan dan persamaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu dapat dikemukakan sebagai berikut. Persamaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah bahwa penelitian ini bertujuan menguji apakah paritas suku bunga bisa berlaku atau tercipta di suatu negara sebagai indikasi ada tidaknya efisiensi pada pasar valuta asing dalam hal ini adalah pada pasar valuta asing di Indonesia. Sebagai variabel penelitiannya adalah sama yaitu nilai tukar per mata uang asing yang diamati dan suku bunga domestik serta suku bunga luar negeri dari mata uang asing yang diamati. Sebagai model penelitian adalah dengan menggunakan model penelitian paritas suku bunga tidak tertutup dengan dimodifikasikan dalam bentuk persamaan regresi seperti yang dilakukan oleh Copeland (1989), MacDonald dan Taylor (1989), Safrudin (1994) serta Krugman dan Obsfeld (1996).

Sedangkan perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah sebagai berikut. Penelitian terdahulu kebanyakan dilakukan pada negara – negara yang sudah maju perekonomiannya sedangkan dalam penelitian ini dilakukan pada negara yang berkembang yaitu di Indonesia untuk mata uang rupiah per USD, rupiah per JPY dan

rupiah per SGD. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Safrudin (1994) dimana untuk variabel nilai tukar dalam hal ini untuk data kurs spot yang diharapkan yang diperoleh melalui pendekatan perhitungan, sedangkan dalam penelitian ini yang dimaksud dengan kurs spot yang diharapkan dirubah menjadi kurs spot aktual pada periode $t + 1$. Dari beberapa penelitian yang dilakukan di luar negeri dimana semua variabel suku bunga baik yang berjangka 1 bulan, 3 bulan, 6 bulan dan 1 tahun (khusus penelitian Safrudin menggunakan data suku bunga berjangka 3 bulan) digunakan sebagai variabel penelitian sedangkan dalam penelitian ini sebagai variabel penelitian adalah suku bunga berjangka 1 bulan. Metode estimasi yang digunakan dalam penelitian adalah dengan menggunakan analisa regresi linear sederhana, metode ini berbeda dengan metode yang digunakan oleh Safrudin (1994) yaitu dengan menggunakan analisis regresi metode linear dinamis model koreksi kesalahan (*error correction model*) dan uji kointegrasi. Nilai tukar yang diamati dalam penelitian ini adalah mata uang rupiah per dolar Amerika, rupiah per yen Jepang dan rupia per dolar Singapura dengan periode penelitian mulai Agustus 1997 sampai dengan Desember 2000 sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Safrudin (1994) hanya mengamati pada mata uang rupiah per dolar Amerika dengan periode penelitian mulai kuartal pertama 1978 sampai dengan kuartal keempat 1991.

Hasil rangkuman tentang penelitian terdahulu mengenai efisiensi pasar valuta asing dalam hubungannya dengan berlakunya kondisi paritas suku bunga dapat dilihat pada tabel 2. 1 berikut ini:

Tabel 2. 1 Rangkuman Hasil Penelitian Terdahulu mengenai Efisiensi Pasar Valuta Asing dengan menggunakan pendekatan Paritas Suku Bunga.

No.	Peneliti	Variabel Penelitian	Model Penelitian	Hasil Penelitian
1.	Krugman dan Obstfeld (1996)	<ul style="list-style-type: none"> - Mata uang Jerman, Inggris, Swiss dan Jepang per US dolar. - Suku bunga Eurocurrency dan suku bunga deposito masing – masing valuta - Periode 1980 - 1985 	Model paritas suku bunga : $(E_{t+1} - E_t)/E_t = R_t - R^*_t$	Selisih suku bunga kurang bisa diandalkan, karena gagal dalam menginformasikan gejolak kurs yang akan terjadi atas empat mata uang tersebut .
2.	Frenkel dan Levich (1975)	<ul style="list-style-type: none"> - Mata uang Inggris-AS dan Kanada-AS - Suku bunga Treasury bill dan suku bunga Euro - Periode 1962 - 1967. 	Model paritas suku bunga tertutup : $f_t - s_t = r_t - r^*_t$	Terjadinya penyimpangan – penyimpangan nyata dari paritas suku bunga tertutup. Penyimpangan tersebut terjadi karena adanya biaya transaksi .
3.	Clinton (1988)	<ul style="list-style-type: none"> - Mata uang Inggris, Perancis, Jerman dan Jepang per US dolar - Suku bunga masing – masing valuta 	Sda	Sda
4.	Branson (1969)	<ul style="list-style-type: none"> - Mata uang Inggris-AS dan Kanada-AS. - Suku bunga treasury bill. - Period 1962 – 1964. 	Model regresi paritas suku bunga tertutup : $f_t - s_t = \alpha + \beta(i - i^*)_t + v_t$	Mendukung kondisi paritas suku bunga tertutup untuk mata uang yang diamati dan tidak menolak hipotesis dari $\alpha = 0$ dan $\beta = 1$. Walaupun terdapat penyimpangan yang signifikan untuk parameter α , estimasi dari β pada sebagian besar kasus, tidak berbeda secara signifikan dari nilai harapannya.

No.	Peneliti	Variabel Penelitian	Model Penelitian	Hasil Penelitian
5.	Marston (1976)	- Mata uang Euro-dollar. - Suku bunga Euro deposit	Model regresi paritas suku bunga tertutup : $f_t - s_t = \alpha + \beta(i - i^*)_t + v_t$	Sda
6.	Cosainder dan Laing (1981)	Sda	Sda	Sda
7.	Fratini dan Wakeman (1982)	- Mata uang Euro-dollar dan Euro-sterling. - Suku bunga masing - masing valuta.	Sda	Sda
8.	Mac Donald dan Taylor (1992)	- Mata uang Euro-dollar dan Euro-sterling. - Suku bunga masing - masing valuta. - periode 17 Sep. s/d 26 Sep. 1985	Derivasi dari paritas suku bunga tertutup dengan kondisi "non profit"	Mendukung kondisi paritas suku bunga tertutup untuk mata uang yang diamati, serta tidak adanya peluang arbitrase yang menguntungkan yang terjadi pada jatuh tempo 3 bulan dan kurang, satu atau dua peluang keuntungan kecil terjadi secara acak pada tempo 6 bulan dan lebih sering pada jatuh tempo 12 bulan
9.	Cumby dan Obsfeld (1981), Townend (1981), Loopesko (1984), Rogoff (1984), MacAvinhey dan MacDonald (1988)	- Mata uang Jerman, Inggris Swiss dan Jepang - Suku bunga masing - masing valuta	Model regresi paritas suku bunga tidak tertutup : $\Delta s_{t+n} = \alpha_0 + \alpha_1(i - i^*)_t + v_t$	Kondisi paritas suku bunga tidak tertutup ditolak. Dalam hubungannya dengan analisa optimasi kurs forward sebagai suatu peramal dari kurs spot dimasa mendatang. Ditolaknya paritas suku bunga tidak tertutup dinterpretasikan sebagai indikasi adanya suatu premi resiko

No.	Peneliti	Variabel Penelitian	Model Penelitian	Hasil Penelitian
10.	Safrudin (1994)	<ul style="list-style-type: none"> - Mata uang rupiah terhadap dolar AS - Suku bunga deposito rupiah (3 bulan) bank pe – merintah. - Suku bunga deposito (3 bulan) LIBOR. - Periode penelitian : 1978 kuartal pertama sampai 1991 kuartal keempat. 	Model regresi paritas suku bunga terbuka : $[E(S) - S]/S_t = (r - r^*)_t$	Kondisi paritas suku bunga tidak berlaku di Indonesia dimana hasil estimasi menunjukkan bahwa untuk koefisien konstanta secara statistik tidak signifikan pada derajat kepercayaan 5 %. Demikian pula halnya dengan koefisien regresinya. Sehingga hipotesa a sama dengan nol dan b sama dengan satu tidak diterima yang berarti paritas suku bunga tidak berlaku di Indonesia
11.	Yatti K dan Hardiyanto (1999)	<ul style="list-style-type: none"> - <i>Real Effective Exchange Rate</i> (REER) - Produktivitas (tnt) - <i>Terms of trade</i> (tot) - Resiko (risk) - Aktiva luar negeri bersih (nfa) - Perbedaan suku bunga dalam negeri dengan luar negeri ($r - r^*$) 	BEER = f (tot, tnt, nfa, risk, $r - r^*$)	Koefisien estimasi yang diperoleh menunjukkan lebih besarnya peranan variabel – variabel sektor riil (faktor produktivitas dan <i>terms of trade</i>) dan faktor resiko dibandingkan moneter (cadangan devisa dan perbedaan suku bunga domestik dengan luar negeri) dalam menentukan nilai tukar rupiah riil keseimbangan.

Sumber : berbagai sumber yang diolah (2001)

2. 4. Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan atas telaah pustaka serta hasil penelitian terdahulu seperti tersebut diatas, maka disusun kerangka pemikiran teoritis sebagai berikut. Para pelaku pasar dalam pasar valuta asing pada dasarnya akan memperhatikan perkiraan tingkat imbalan atas asset (mata uang) yang bersangkutan. Perkiraan tingkat imbalan dari suatu devisa adalah suku bunga (*interest rate*) atas simpanan yang ternilai dalam valuta asing yang bersangkutan. Nilai suatu simpanan valuta asing di masa mendatang akan ditentukan oleh suku bunga yang ditawarkan dan besar kecilnya kemungkinan perubahan selisih kurs antara berbagai mata uang yang bersangkutan. Adapun kondisi di mana perkiraan imbalan yang ditawarkan semua simpanan dalam berbagai valuta asing sama (bila dihitung dengan satu satuan mata uang yang sama) disebut kondisi paritas suku bunga. Jika informasi yang diberikan oleh selisih suku bunga dari berbagai mata uang yang bersangkutan mampu ditangkap oleh pasar valuta asing atau dengan kata lain kondisi paritas suku bunga tercipta sehingga dapat memperkirakan arah perubahan nilai tukar maka dapat dikatakan pasar valuta asing telah berjalan secara efisien (Krugman P. R dan Obsfeld, 1998, serta MacDonald dan Taylor, 1989).

Kondisi paritas suku bunga formulasinya dirumuskan sebagai berikut (Copeland, 1989), (Mac Donald dan Taylor, 1989) :

$$E(s_{t+1}) - s_t = r_t - r^*_t$$

Dimana $E(s_{t+1})$ adalah perkiraan kurs spot mendatang dalam bentuk logaritma natural, s_t adalah kurs spot dalam bentuk logaritma natural, r adalah suku bunga deposito domestik dan r^* adalah suku bunga deposito valuta asing.

Melalui pendekatan paritas suku bunga akan dianalisis serta diuji apakah pasar valuta asing di Indonesia telah beroperasi secara efisien atau belum. Untuk pengujiannya maka bentuk dari kondisi paritas suku bunga dimodifikasikan dalam bentuk persamaan regresi seperti yang dilakukan oleh Copeland (1989), MacDonald dan Taylor (1989) serta Krugman dan Obstfeld (1996). Dengan asumsi bahwa dalam suatu pasar yang beroperasi secara efisien maka harapan kurs periode mendatang ($E(s_{t+1})$) adalah sama dengan kurs aktual pada periode mendatang (s_{t+1}), sehingga bentuk persamaannya adalah sebagai berikut :

$$(s_{t+1}) - s_t = a + b(r - r^*)_t + \varepsilon_t$$

Dalam hal ini diharapkan model yang diestimasi menghasilkan nilai a yang secara signifikan tidak berbeda dari nol dan nilai b tidak berbeda dari satu. Untuk lebih jelasnya kerangka pemikiran teoritis tersebut dapat dilihat pada gambar 2. 1.

2. 6. a. Pasar Valuta Asing.

Pasar valuta asing dapat didefinisikan sebagai suatu bentuk pasar dimana mata uang asing diperdagangkan atau dipertukarkan satu sama lain. Harga dari suatu mata uang terhadap mata uang lainnya di sebut *kurs* atau *nilai tukar mata uang (exchange rate)*. Transaksi – transaksi yang terjadi di pasar valuta asing dilakukan secara *spot* dan *forward*, sehingga kurs yang digunakan sebagai landasan transaksi di sebut *kurs spot* dan *kurs forward* . Di dalam penelitian ini kurs atau nilai tukar yang dipakai sebagai variabel penelitian adalah *kurs spot*.

2. 6. b. Efisiensi Pasar Valuta Asing.

Dalam penelitian ini suatu pasar valuta asing dikatakan efisien jika kondisi paritas suku berlaku atau tercipta . Menurut konsep paritas suku bunga suatu kondisi paritas suku bunga akan tercipta jika selisih suku bunga yang ternilai dalam berbagai jenis mata uang yang sama besarnya dengan nilai selisih kurs antara berbagai jenis mata uang yang bersangkutan. Selisih kurs disini adalah merupakan selisih antara kurs spot periode mendatang dengan kurs spotnya, sedangkan suku bunga yang dimaksud disini adalah suku bunga deposito, dengan demikian sebagai indikator dari kondisi paritas suku bunga adalah kurs spot periode mendatang, kurs spot dan suku bunga deposito.

Kurs spot periode mendatang adalah kurs spot yang berlaku untuk transaksi spot di masa yang akan datang.. Untuk memperoleh data kurs masa mendatang yang aktual, maka dilakukannya dengan cara memajukan periode datanya dengan

besarnya periode prediksi. Dalam penelitian ini periode prediksinya adalah berdasarkan tingkat suku bunga deposito yang digunakan yaitu 1 bulan, dengan demikian jika pada saat t periode diprediksi kurs pada periode mendatang untuk periode $t + n$, maka dengan memajukan n periode (1 bulan) akan diperoleh kurs aktualnya. Dengan demikian notasi matematis untuk menyatakan kurs spot masa mendatang adalah S_{t+1} .

Suku bunga deposito adalah suku bunga yang diberikan oleh bank penyelenggara deposito/simpanan uang kepada nasabah yang menyimpan uangnya di bank yang dimaksud. Dalam penelitian ini digunakan data tingkat bunga deposito yang berlaku dalam negeri (rupiah) untuk jangka waktu 1 bulan serta tingkat bunga deposito yang berlaku di luar negeri untuk valuta asing yang diamati. Pertimbangan utama dalam penggunaan tingkat suku bunga deposito sebagai variabel tingkat suku bunga yaitu :

1. Arus perpindahan dana di dalam pasar valuta asing sebenarnya dapat digambarkan sebagai pertukaran simpanan (deposito) antar bank yang melakukan aktivitas di dalam pasar valuta asing.

2. Adanya perbedaan dalam hal jenis penetapan tingkat bunga di beberapa negara.

Notasi matematis untuk menyatakan tingkat suku bunga deposito domestik adalah r sedangkan untuk tingkat bunga deposito luar negeri adalah r^*

Uraian mengenai definisi operasional variabel seperti tersebut diatas dirangkum pada sebuah tabel 2. 2 berikut ini :

Tabel 2. 2. Definisi Operasional Variabel

Variabel Penelitian	Indikator	Skala Pengukuran	Formula Pengukuran
Pasar Valuta Asing (Variabel Dependen)	<ul style="list-style-type: none"> - Kurs Spot (S_t) - Kurs Spot periode mendatang (S_{t+1}) - Mata uang Rupiah per mata uang asing yang diamati. 	Rasio	$\ln S_{t+1} - \ln S_t$
Selisih suku bunga domestik dengan suku bunga luar negeri. (Variabel Independen)	<ul style="list-style-type: none"> - Suku bunga deposito rupiah berjangka 1 bulan (r) - Suku bunga deposito dari mata uang asing yang diamati berjangka 1 bulan (r^*) 	Rasio	$r - r^*$

BAB III

METODE PENELITIAN

3. 1. Pendahuluan

Dalam bab 3 ini dibahas mengenai metode penelitian yang didalamnya mencakup jenis dan sumber data, populasi dan sampel yang diambil, serta metode pengumpulan data yang digunakan. Selanjutnya dibahas pula tehnik dari analisis data yang akan digunakan untuk menguji hipotesis.

3. 2. Jenis dan Sumber Data.

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah berupa data sekunder. Menurut klasifikasi pengumpulan data yang digunakan adalah data *time series*. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif. Data kuantitatif yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah data bulanan. Data tersebut adalah :

1. Data kurs spot bulanan rupiah per valuta asing yang diamati. Data kurs spot yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kurs tengah yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia. Pengambilan data kurs spot berdasarkan kurs tengah disebabkan karena pasar valuta asing memiliki kecenderungan untuk menentukan kursnya sendiri – sendiri. Tiap tempat untuk aktivitas transaksi sering menentukan sendiri kurs jual dan beli valuta asing, maka untuk keseragaman transaksi spotnya menggunakan kurs tengah yang dikeluarkan oleh Bank Indonesia.

2. Data tingkat suku bunga deposito bulanan berjangka 1 bulan untuk mata uang rupiah. Untuk data suku bunga deposito rupiah digunakan data suku bunga deposito bulanan untuk bank – bank pemerintah
3. Data suku bunga deposito bulanan berjangka 1 bulan untuk valuta asing yang diamati. Untuk data suku bunga deposito valuta asing yang diamati menggunakan data LIBOR (London Interbank Offered Rate) , dan SIBOR (Singapore Interbank Offered Rate)

Pengamatan pada masing – masing data berlangsung mulai Agustus 1997 sampai dengan Desember 2000. Pemilihan Agustus 1997 sebagai awal periode penelitian karena periode tersebut merupakan awal diberlakukannya sistem nilai tukar mengambang bebas.

Sumber data berasal dari Statistik Ekonomi-Kuangan Indonesia dan Laporan Mingguan yang diterbitkan oleh Bank Indonesia untuk periode pengamatan tahun 1997 sampai dengan Januari 2001. Untuk melengkapi kebutuhan data maka data juga diperoleh sumber data yang lain seperti : Pusat Informasi Pasar Uang, Bank Indonesia dan CEIC (China Economics Information Centre)

3. 3. Populasi

Populasi adalah merupakan suatu kesatuan unit – unit dasar yang sudah ditentukan batas – batasnya secara jelas (Arsyad, 1997). Populasi dalam penelitian ini adalah kurs rupiah per valuta asing yang telah ditentukan sebelumnya yaitu kurs rupiah per USD (dolar Amerika), rupiah per JPY (yen Jepang) dan rupiah per SGD

(dolar Singapura). Dengan demikian jumlah populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebanyak 3 buah. Disamping itu pertimbangan lain pengambilan ketiga mata uang tersebut sebagai populasi adalah karena tingkat transaksi dalam bentuk valuta dengan mata uang rupiah adalah sangat besar atau diatas 1 % (lihat lampiran 3 dan 4) serta merupakan mitra dagang utama Indonesia dalam aktivitas perdagangan internasional.

3. 4. Metode Pengumpulan Data.

Dalam penelitian ini metode pengumpulan data yang dilakukan adalah dengan studi dokumentasi dari berbagai sumber yang berkaitan dengan topik penelitian. Studi dokumentasi dilakukan dengan mengumpulkan data sekunder dan melakukan analisa atas data – data tersebut. Pengumpulan data dilakukan mulai Agustus 1997 sampai dengan Desember 2000.

3. 5. Teknik Analisis Data.

Kegiatan pengolahan data dilakukan dalam dua tahap. Tahapa pertama yaitu berupa pengujian terhadap kondisi paritas suku bunga dengan menggunakan analisis regresi. Sedangkan tahap kedua adalah pengujian atas hipotesis yang diajukan.

3. 5. 1. Analisis Regresi.

Tahap pertama untuk menguji efisiensi pasar valuta asing di Indonesia dengan melihat berlaku atau tercipta tidaknya kondisi paritas suku bunga di Indonesia maka digunakan analisis regresi. Model yang umum dari analisis regresi adalah

menggunakan persamaan linear sederhana, dimana bentuk persamaannya adalah sebagai berikut :

$$Y = a + bX + e \dots\dots\dots (3. 1)$$

Dengan memsubstitusikan setiap variabel hasil modifikasi persamaan kondisi paritas suku bunga ke dalam variabel – variabel persamaan regresi linear sederhana, maka dapat diperoleh hasil substitusi variabel sebagai berikut :

$$s_{t+1} - s_t = a + b (r - r^*)_t + \varepsilon$$

Dimana,

$s_{t+1} - s_t$ = selisih antara kurs spot mendatang dengan kurs spot (dalam logaritma natural)

a = konstanta

b = koefisien regresi

$r - r^*$ = selisih suku bunga deposito domestik dengan suku bunga luar negeri.

Selanjutnya model tersebut akan dikembangkan dengan bantuan software SPSS versi 10.0, dimana dari outputnya akan dianalisis beberapa hal sebagai berikut :

a. Koefisien determinasi

Koefisien determinasi adalah salah satu nilai statistik yang dapat digunakan untuk mengetahui apakah ada hubungan pengaruh antara dua variabel. Nilai koefisien determinasi menunjukkan prosentase variasi nilai variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh persamaan regresi yang dihasilkan. Koefisien determinasi dinotasikan dengan R^2 dan memiliki nilai dalam selang $0 < R^2 < 1$. Jadi jika $R^2 =$

0 maka itu berarti variabel independen sama sekali tidak dapat menerangkan sedikitpun keragaman pada variabel dependen.

b. Pengujian Normalitas Data.

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel dependen dan variabel independen keduanya mempunyai distribusi normal ataukah tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Deteksi uji normalitas data dapat dilakukan dengan berbagai cara, diantaranya:

1. Analisis Grafik

Deteksi uji normalitas data dilakukan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik. Dasar pengambilan keputusan :

- Jika data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
- Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan/atau tidak mengikuti arah garis diagonal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

2. Analisis Statistik.

Dalam penelitian ini uji statistik yang digunakan untuk menguji normalitas data menggunakan uji *One Sample Kolmogorov – Smirnov Test*. Tingkat signifikansi yang digunakan dalam pengujian ini adalah 5 %. Sedangkan pedoman pengambilan keputusannya adalah sebagai berikut :

- Nilai signifikansi atau nilai probabilitas $< 0,05$, distribusi adalah tidak normal.
- Nilai signifikansi atau nilai probabilitas $> 0,05$, distribusi adalah normal.

c. Pengujian asumsi autokorelasi

Ada beberapa asumsi yang harus dipenuhi dari model regresi linear yang disebut dengan asumsi klasik, di mana salah satunya adalah *Non-Autokorelasi*. Autokorelasi adalah korelasi antar anggota sampel yang diurutkan berdasarkan waktu dimana biasanya muncul pada observasi yang menggunakan data *time series*. Konsekuensi dari adanya autokorelasi dalam suatu model regresi adalah varians sampel tidak dapat menggambarkan varians populasinya. Lebih jauh lagi, model regresi yang dihasilkan tidak dapat digunakan untuk menaksir nilai variabel dependen pada nilai variabel independen tertentu.

Pengujian yang paling lazim untuk mengetahui adanya autokorelasi adalah pengujian Durbin Watson dengan menggunakan statistik Durbin Watson (DW).

Selang nilai (range) dari kemungkinan nilai DW adalah dari 0 sampai 4

Kriteria keputusannya adalah :

Jika $DW_U < DW < 4 - DW_U$ tidak ada autokorelasi. Jika $DW < DW_L$ ada autokorelasi (positif) atau $DW > 4 - DW_L$ ada autokorelasi (negatif). Sedang jika DW berada di luar jangkauan kriteria ini maka hasil pengujian bersifat inkonklusif atau tidak dapat ditarik kesimpulan/keputusan apapun.

3. 5. 2. Pengujian Hipotesis terhadap Koefisien Regresi (uji t)

Berkenaan dengan berlaku tidaknya paritas suku bunga di Indonesia, dimana diharapkan model yang diestimasi menghasilkan nilai a yang secara signifikan tidak berbeda dari nol dan nilai b tidak berbeda dari satu.

Perumusan hipotesanya adalah sebagai berikut :

Untuk a , $H_0 : a = 0$

$H_1 : a \neq 0$

Kriteria keputusannya adalah (berdasarkan probabilitas):

- Jika probabilitas $> 0,05$ (atau $0,10$) maka H_0 diterima
- Jika probabilitas $< 0,05$ (atau $0,10$) maka H_0 ditolak.

Untuk b , $H_0 : b = 0$ dan $H_0 : b = 1$

$H_1 : b \neq 0$ $H_1 : b \neq 1$

Kriteria keputusannya adalah (berdasarkan probabilitas):

- Jika probabilitas $> 0,05$ (atau $0,10$) maka H_0 diterima
- Jika probabilitas $< 0,05$ (atau $0,10$) maka H_0 ditolak.

Untuk pengujian terhadap b sama dengan satu maka dilihat terlebih dahulu untuk pengujian b sama dengan nol. Jika dalam pengujian ternyata terbukti b sama dengan nol maka untuk pengujian b sama dengan satu tidak perlu dilakukan.

BAB IV

ANALISIS DATA

4. 1. Pendahuluan

Pada bab ini digunakan untuk menyajikan gambaran umum dari obyek penelitian disertai penyajiannya data – data deskriptif melalui grafik. Selanjutnya dikemukakan juga bagaimana proses penganalisaan data untuk menjawab hipotesis yang telah diajukan di bab 2. Bab 4 ditutup dengan kesimpulan mengenai proses serta hasil analisis data yang telah dilakukan.

4. 2. Gambaran Umum Obyek Penelitian

4. 2. 1. Perkembangan Pasar Valuta Asing di Indonesia

Sejak Indonesia menganut sistem nilai tukar mengambang bebas (Agustus 1997) volume transaksi valuta asing antarbank secara total sampai akhir tahun 2000 mengalami kecenderungan penurunan yang sangat tajam dibandingkan dengan tahun 1997. Salah satu penyebab dari adanya penurunan transaksi valuta asing antarbank adalah terjadinya krisis nilai tukar rupiah, yaitu melemahnya nilai tukar rupiah terhadap beberapa mata uang dunia sejak Juli 1997. Melemahnya rupiah ini antara lain disebabkan *contaign effect* dari krisis nilai tukar yang melanda kawasan Asia Tenggara. Untuk mengatasi melemahnya nilai tukar rupiah dan membantu menstabilkan nilai tukar rupiah maka Bank Indonesia mengeluarkan kebijakan pembatasan transaksi forward jual valuta asing antarbank dengan *non-residen*. Akibat

dari kebijakan ini volume transaksi antarbank menurun secara drastis pada tahun 1998. Total volume transaksi devisa antarbank tahun 1998 sebesar \$ 323,083 miliar masih jauh lebih rendah dibanding dengan total transaksi devisa antarbank tahun 1997 sebesar \$ 1.891,489 miliar (Tabel 4. 1)

Tabel 4. 1 Volume Transaksi Devisa Antarbank Tahun 1997 – 2000
(dalam miliar \$)

Jenis Transaksi	1997	1998	1999	2000
Spot	773.524	134.052	113.564	129.564
Forward	46.41	5.199	2.47	3.103
Swap	1,071.555	183.832	170.804	216.066
Total	1,891.489	323.083	287.085	348.733

Sumber : data sekunder yang diolah (2001)

Pada tahun 1999 volume transaksi antarbank masih terus mengalami penurunan baik untuk transaksi *spot*, *forward* maupun *swap*. Hal ini disebabkan oleh keengganan pelaku pasar untuk melakukan transaksi sebagai akibat menurunnya tingkat profitabilitas, khususnya untuk transaksi *spot* dan *forward*. Faktor – faktor lain yang turut mengurangi minat para pelaku pasar ialah terbatasnya rekan transaksi sebagai akibat tingginya resiko kredit adanya pembatasan transaksi dan adanya komitmen Bank Indonesia untuk tetap melakukan konversi valuta asing dan rangka sterilisasi pengeluaran pemerintah.

Sejalan dengan melemahnya nilai tukar rupiah sepanjang tahun 2000, volume transaksi devisa antarbank meningkat sekitar 21,6 % dibanding tahun sebelumnya menjadi \$ 349,0 miliar. Sedangkan secara rata – rata harian, volume transaksi devisa

antar bank tercatat sebesar \$ 1,4 miliar perhari atau telah meningkat sebesar 25,6 % dibandingkan tahun sebelumnya (Bank Indonesia, 2001)

Berdasarkan jenis transaksi, transaksi swap memiliki pangsa terbesar dari total volume transaksi 9\$ 216.066 miliar) disusul oleh transaksi spot (\$ 129.564 milair) dan forward (\$ 3.103 miliar). Dibandingkan dengan kondisi tahun sebelumnya, pangsa transaksi swap tahun 2000 meningkat 2,5 % transaksi spot turun 2,5 %, sedangkan pangsa transaksi forward relatif tidak berubah. Menurunnya pangsa transaksi spot dan meningkatnya pangsa transaksi swap pada tahun 2000 menunjukkan bahwa meskipun secara total volume transaksi telah meningkat namun pelaku pasar lebih bersikap hati – hati dalam mengantisipasi fluktuasi kurs.

4. 2. Perkembangan Suku Bunga dan Nilai Tukar

Dalam awal periode penelitian ini suku bunga deposito rupiah mengalami kenaikan yang tajam sejalan dengan langkah pengetatan moneter yang dilakukan oleh Bank Indonesia. Perkembangan ini merupakan dampak kebijakan moneter dalam menyerap kelebihan likuiditas di masyarakat. Kenaikan suku bunga khususnya suku bunga deposito 1 bulan mencapai puncaknya pada bulan September 1998 menjadi sebesar 61,76 % per tahun. Tingginya suku bunga tersebut telah menimbulkan polemik di masyarakat. Sebagian pakar berpendapat bahwa bahwa kebijakan suku bunga yang tinggi telah mempersulit sektor riil dan sektor perbankan untuk kembali bangkit sebagai akibat krisis. Namun, sebagian pakar lainnya berpendapat bahwa suku bunga yang tinggi untuk sementara waktu perlu dipertahankan sampai stabilitas

moneter tercapai, yang antara lain tercermin dari terkendalinya perkembangan laju inflasi dan stabilnya nilai tukar rupiah.

Dalam perkembangan selanjutnya, sejalan dengan berangsur – angsur pulihnya stabilitas moneter, sejak Oktober 1998 suku bunga mulai menurun. Penurunan diskonto SBI telah diikuti oleh penurunan suku bunga PUAB, suku bunga simpanan deposito, dan suku bunga kredit perbankan. Perkembangan positif ini dilatarbelakangi oleh membaiknya ekspektasi masyarakat akan kestabilan harga dan nilai tukar, seiring dengan semakin efektifnya pengendalian uang yang beredar. Sampai dengan akhir periode penelitian (Desember 2000) suku bunga deposito berjangka 1 bulan adalah sebesar 11,96 %. Walaupun suku bunga domestik cenderung menurun, selisih dengan suku bunga luar negeri masih positif sehingga investasi dalam rupiah di dalam negeri masih menarik.

Dalam periode penelitian, selisih antara suku bunga domestik dalam hal ini suku bunga deposito rupiah berjangka 1 bulan dengan suku bunga luar negeri untuk valuta rupiah per USD (dolar Amerika), rupiah per JPY (yen Jepang) dan rupiah per SGD (dolar Singapura) mempunyai selisih yang positif. Kebijakan moneter dengan menetapkan selisih suku bunga domestik dengan suku bunga luar negeri pada tingkat yang positif maka jika mengacu pada konsep paritas suku bunga, adanya perubahan kenaikan atau penurunan suku bunga domestik akan juga menyebabkan kenaikan atau penurunan tingkat depresiasi yang terjadi atas mata uang rupiah terhadap mata uang asing lainnya dalam hal ini rupiah terhadap USD, rupiah terhadap JPY dan rupiah terhadap SGD dengan prosentase perubahan yang sama besarnya atau mendekati

sama. Berikut ini disajikan tabel mengenai hasil rekapitulasi atas hubungan antara perubahan selisih suku bunga domestik dengan suku bunga luar negeri atas pergerakan dari mata uang rupiah per USD, rupiah per JPY dan rupiah per SGD jika mengacu pada konsep paritas suku bunga.

Tabel 4. 2. Perubahan Selisih Suku Bunga dengan Tingkat Depresiasi/Apresiasi yang terjadi atas mata uang Rupiah per USD Periode Agustus 1997 – Desember 2000.

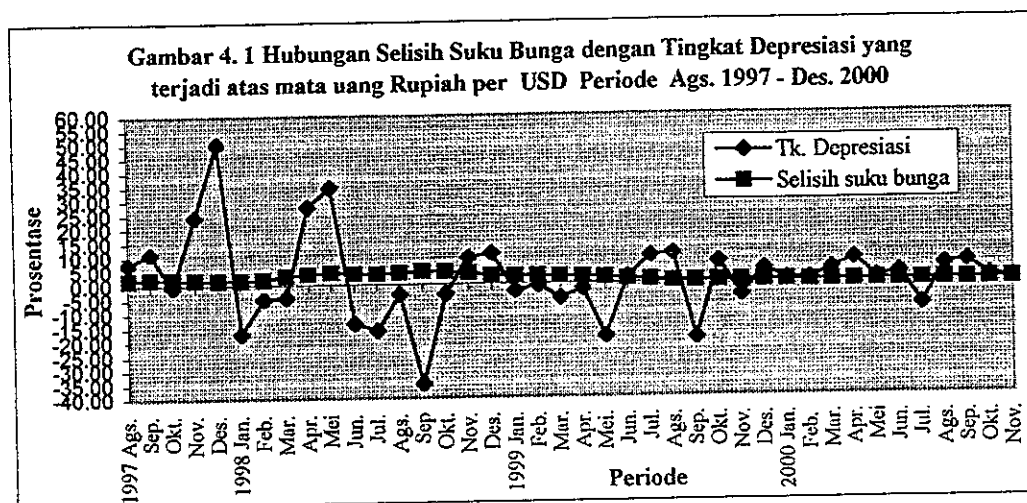
		Perubahan selisih suku bunga		
		Naik	Turun	Jumlah
Tingkat Depresiasi/Apresiasi yang terjadi	Depresiasi	9 kali	13 kali	22 kali
	Apresiasi	8 kali	9 kali	17 kali

Sumber : data sekunder yang diolah (2001)

Berdasarkan atas tabel 4. 2 tersebut diatas ternyata selama periode penelitian bahwa perubahan selisih suku bunga domestik dengan suku bunga luar negeri baik perubahan tersebut menurun atau meningkat atas mata uang rupiah per USD ternyata diikuti dengan tingkat depresiasi yang terjadi sebanyak 22 kali dan juga diikuti dengan tingkat apresiasi yang terjadi sebanyak 17 kali. Data mengenai perubahan selisih suku bunga dengan tingkat depresiasi/apresiasi yang terjadi atas mata uang rupiah per USD dapat dilihat pada lampiran 13. Tabel 4. 2 tersebut diatas dapat dikonstruksikan dalam sebuah gambar seperti yang terlihat dalam gambar 4. 1.

Berdasarkan gambar 4. 1 terlihat hubungan antara selisih suku bunga dengan tingkat depresiasi yang terjadi untuk mata uang rupiah per US dolar pada periode Agustus 1997 sampai dengan Desember 2000, ternyata bahwa pada periode Agustus

tahun 1997 sampai periode akhir tahun 1999 yang merupakan periode setelah terjadinya krisis mata uang, informasi yang diberikan oleh selisih suku domestik dengan luar negeri sangat rancu dalam memperkirakan arah perubahan kurs. Hal ini ditunjukkan oleh arah pergerakan dari selisih bunga dengan pergerakan tingkat depresiasi yang terjadi dimana pergerakan antara selisih suku bunga dengan tingkat depresiasi yang terjadi tidak seiring atau tidak dengan fluktuasi yang sama.



Sumber : data sekunder yang diolah (2001)

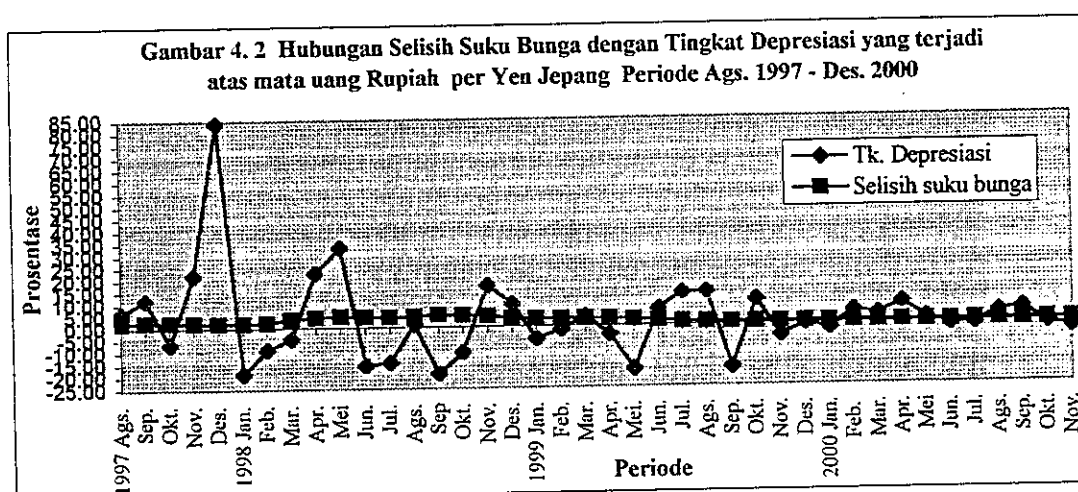
Selanjutnya berikut ini disajikan tabel mengenai hubungan antara perubahan selisih suku bunga domestik dengan suku bunga luar negeri atas mata uang rupiah per JPY. Berdasarkan atas tabel 4. 3 ternyata selama periode penelitian bahwa perubahan selisih suku bunga domestik dengan suku bunga luar negeri baik perubahan tersebut menurun atau meningkat atas mata uang rupiah per USD ternyata diikuti dengan tingkat depresiasi yang terjadi sebanyak 18 kali dan juga diikuti dengan tingkat apresiasi yang terjadi sebanyak 21 kali.

**Tabel 4. 3. Perubahan Selisih Suku Bunga dengan Tingkat Depresiasi/Apresiasi yang terjadi atas mata uang Rupiah per JPY
Periode Agustus 1997 – Desember 2000.**

		Perubahan selisih suku bunga		
		Naik	Turun	Jumlah
Tingkat Depresiasi/Apresiasi yang terjadi	Depresiasi	5 kali	13 kali	18 kali
	Apresiasi	8 kali	13 kali	21 kali

Sumber : data sekunder yang diolah (2001)

Data mengenai perubahan selisih suku bunga dengan tingkat depresiasi/apresiasi yang terjadi atas mata uang rupiah per JPY dapat dilihat pada lampiran 14. Tabel 4. 3 tersebut diatas dapat dikonstruksikan dalam sebuah gambar seperti yang terlihat dalam gambar 4. 2 .



Gambar 4. 2 yang memperlihatkan hubungan antara selisih suku bunga dengan tingkat depresiasi yang terjadi untuk mata uang rupiah per yen Jepang pada periode Agustus 1997 sampai dengan Desember 2000, dimana ternyata bahwa pada periode

Agustus tahun 1997 sampai periode akhir tahun 1999 informasi yang diberikan selisih suku domestik dengan luar negeri juga sangat rancu sekali dalam memperkirakan arah perubahan kurs. Sedangkan pada awal tahun 2000 sampai akhir tahun 2000 pergerakan tingkat depresiasi yang terjadi menunjukkan pergerakan yang searah dengan pergerakan selisih suku bunga.

Sedangkan tabel perubahan selisih suku bunga dengan tingkat depresiasi/Apresiasi yang terjadi atas mata uang Rupiah per SGD dapat dilihat pada tabel 4. 4 seperti tersebut dibawah ini.

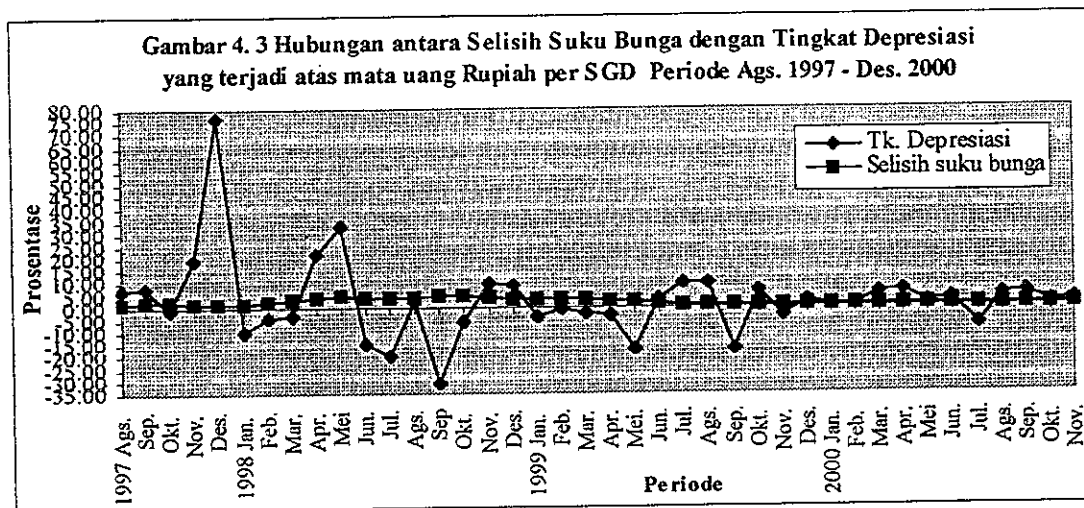
Tabel 4. 4. Perubahan Selisih Suku Bunga dengan Tingkat Depresiasi/Apresiasi yang terjadi atas mata uang Rupiah per SGD Periode Agustus 1997 – Desember 2000.

		Perubahan selisih suku bunga		
		Naik	Turun	Jumlah
Tingkat Depresiasi/Apresiasi yang terjadi	Depresiasi	8 kali	14 kali	22 kali
	Apresiasi	5 kali	12 kali	17 kali

Sumber : data sekunder yang diolah (2001)

Berdasarkan atas tabel 4. 4 tersebut diatas ternyata selama periode penelitian bahwa perubahan selisih suku bunga domestik dengan suku bunga luar negeri baik perubahan tersebut menurun atau meningkat atas mata uang rupiah per USD ternyata diikuti dengan tingkat depresiasi yang terjadi sebanyak 22 kali dan juga diikuti dengan tingkat apresiasi yang terjadi sebanyak kali kali. Data mengenai perubahan selisih suku bunga dengan tingkat depresiasi/apresiasi yang terjadi atas mata uang

rupiah per USD dapat dilihat pada lampiran 15. Tabel 4. 4 tersebut diatas dapat dikonstruksikan dalam sebuah gambar seperti yang terlihat dalam gambar 4. 3



Sumber : data sekunder yang diolah (2001)

Dari gambar 4. 3 tersebut di atas yang memperlihatkan hubungan antara selisih suku bunga dengan tingkat depresiasi yang terjadi untuk mata uang rupiah per dolar Singapura ternyata pada periode Agustus tahun 1997 sampai periode akhir tahun 1998 informasi yang diberikan selisih suku domestik dengan luar negeri tidak mampu ditangkap oleh pasar valuta asing sehingga sangat rancu dalam memperkirakan arah perubahan kurs. Sedangkan pada periode tahun 1999 sampai tahun 2000 informasi yang diberikan oleh selisih suku bunga sedikit mampu ditangkap oleh adanya pergerakan kurs yang terjadi. Hal ini dapat dilihat dari pergerakan selisih suku bunga dengan tingkat depresiasi yang terjadi pada periode tahun 1999 sampai tahun 2000 mempunyai pergerakan yang searah atau seiring walaupun masih terdapat pergerakan kurs yang tidak seiring dengan perubahan suku bunga.

4. 3. Hasil Analisis Data

4. 3. 1. Hasil Analisis Regresi Linear

Untuk menganalisis dan menguji efisiensi pasar valuta asing di Indonesia dengan menggunakan pendekatan paritas suku bunga dalam penelitian ini digunakan model regresi linear sederhana.

Variabel yang digunakan dalam pendekatan paritas suku bunga adalah kurs spot (S_t), kurs spot periode mendatang (S_{t+1}), suku bunga deposito dalam negeri (r) dan suku bunga deposito luar negeri (r^*). Dari kondisi paritas suku bunga maka dapat ditunjukkan penggunaan variabel – variabel tersebut sebagai berikut :

$$S_{t+1} - S_t = r_t - r^*_t$$

Dimana s_{t+1} dan s dalam bentuk logaritma natural.

Sementara model umum dari regresi linear sederhana adalah :

$$Y = a + bX + \varepsilon$$

Dengan memsubstitusikan setiap variabel hasil modifikasi persamaan kondisi paritas suku bunga ke dalam variabel – variabel persamaan regresi linear sederhana, maka dapat diperoleh hasil substitusi variabel sebagai berikut :

$$(S_{t+1} - S_t) = a + b (r - r^*)_t + \varepsilon$$

Dimana,

$S_{t+1} - S_t$ = selisih antara kurs spot mendatang dengan kurs spot yang juga merupakan tingkat depresiasi yang terjadi (dalam logaritma natural)

a = konstanta

b = koefisien regresi

$r - r^*$ = selisih suku bunga deposito domestik dengan suku bunga luar negeri.

Dengan menggunakan program aplikasi statistik SPSS versi 10.0 telah dihasilkan 3 persamaan atau model regresi linear sederhana dengan perincian sebagai berikut :

- 1 (satu) model estimasi regresi untuk mata uang rupiah terhadap dolar AS
- 1 (satu) model estimasi regresi untuk mata uang rupiah terhadap yen Jepang
- 1 (satu) model estimasi regresi untuk mata uang rupiah terhadap dolar Singapura.

Hasil estimasi regresi dengan menggunakan pendekatan paritas suku bunga tersaji dalam tabel 4. 5

Tabel 4. 5 Estimasi Regresi untuk Hipotesis Efisiensi Pasar Valas dengan menggunakan pendekatan Paritas Suku Bunga mata uang Rupiah per dolar AS, yen Jepang dan dolar Singapura

Mata-uang	a	b	R ²	DW	SEE
Rp/USD	4.759E-02 (1.012)	-1.001 (-0.502)	0.007	1.827	0.1801
Rp/JPYen	4.407E-2 (0.798)	-0.618 (-0.303)	0.002	1.953	0.1796
Rp/SGD	4.524E-02 (1.047)	-1.055 (-0.575)	0.009	1.836	0.1664

Sumber : data sekunder yang diolah (2001)

Berdasarkan hasil estimasi yang disajikan pada tabel 4. 5 tersebut diatas maka hasil analisisnya dapat dijelaskan sebagai berikut :

a. Koefisien Regresi.

Koefisien konstanta model mata uang rupiah per dolar AS sebesar $4.759E-02$ menyatakan bahwa jika tidak ada selisih suku bunga maka nilai depresiasi yang terjadi adalah sebesar 0,04759 satuan mata uang rupiah per dolar AS. Koefisien konstanta model mata uang rupiah per yen Jepang sebesar $4.407E-02$ menyatakan bahwa jika tidak ada selisih suku bunga maka nilai depresiasi yang terjadi adalah sebesar 0,04407 satuan mata uang rupiah per yen Jepang. Sedangkan Koefisien konstanta model mata uang rupiah per dolar Singapura sebesar $4.524E-02$ menyatakan bahwa jika tidak ada selisih suku bunga maka nilai depresiasi yang terjadi adalah sebesar 0,04524 satuan mata uang rupiah per dolar Singapura.

Koefisien regresi untuk mata uang rupiah per dolar AS sebesar -1.001 menunjukkan bahwa kenaikan selisih bunga sebesar 1% akan menyebabkan penurunan tingkat depresiasi yang terjadi sebesar -1.001% yang berarti terdapat hubungan yang negatif antara tingkat depresiasi yang terjadi dengan selisih suku bunga. Koefisien regresi untuk mata uang rupiah per yen Jepang sebesar -0.618 menunjukkan bahwa kenaikan selisih bunga sebesar 1% akan menyebabkan penurunan tingkat depresiasi yang terjadi sebesar -0.618% yang berarti terdapat hubungan yang negatif antara tingkat depresiasi yang terjadi dengan selisih suku bunga. Sedangkan koefisien regresi untuk mata uang rupiah per dolar Singapura sebesar -1.055 menunjukkan bahwa kenaikan selisih bunga sebesar 1% akan menyebabkan penurunan tingkat depresiasi yang terjadi sebesar -1.055% yang berarti terdapat hubungan yang negatif antara tingkat depresiasi yang terjadi dengan selisih suku bunga.

b. Koefisien Determinasi.

Hasil estimasi model diperoleh nilai R square atau koefisien determinasi untuk mata uang rupiah per dolar AS sebesar 0,007 berarti hanya sebesar 0,7 % total perubahan variabel selisih kurs periode mendatang dengan kurs spot atau merupakan tingkat depresiasi yang terjadi untuk mata uang rupiah per dolar AS dapat dijelaskan oleh variabel selisih suku domestik dengan suku bunga luar negeri. Sedangkan nilai R square atau koefisien determinasi untuk mata uang rupiah per yen Jepang sebesar 0.002 berarti hanya sebesar 0,2 % total perubahan variabel selisih kurs periode mendatang dengan kurs spot atau merupakan tingkat depresiasi yang terjadi dari mata uang rupiah per yen Jepang yang dapat dijelaskan oleh variabel selisih suku domestik dengan suku bunga luar negeri. Terakhir adalah nilai R square atau koefisien determinasi untuk mata uang rupiah per dolar Singapura sebesar 0.009 berarti hanya sebesar 0.9 % total perubahan variabel selisih kurs periode mendatang dengan kurs spot atau merupakan tingkat depresiasi yang terjadi dari mata uang rupiah per dolar Singapura yang dapat dijelaskan oleh variabel selisih suku domestik dengan suku bunga luar negerinya.

c. Hasil Pengujian Normalitas Data.

1. Analisis Grafik.

Hasil pengujian normalitas data dengan menggunakan analisis grafik (lihat lampiran 10, 11 dan 12), terlihat bahwa titik – titik sebaran data menyebar di sekitar garis diagonal, serta penyebarannya mengikuti arah garis diagonal. Maka dapat

dikatakan bahwa ketiga model regresi untuk mata uang Rupiah per dolar AS, Rupiah per yen Jepang dan Rupiah per dolar Singapura mempunyai distribusi data mendekati normal sehingga layak di pakai untuk prediksi depresiasi ke tiga mata uang tersebut di atas berdasarkan masukan variabel independennya.

2. Analisis Statistik.

Pengujian normalitas data secara statistik dilakukan dengan menggunakan uji *One Sample Kolmogorov-Smirnov test* satu arah. Tingkat signifikansi yang digunakan dalam pengujian ini adalah 5 %. Sedangkan pedoman pengambilan keputusannya adalah sebagai berikut :

- Nilai signifikansi atau nilai probabilitas $< 0,05$, distribusi data adalah tidak normal.
- Nilai signifikansi atau nilai probabilitas $> 0,05$, distribusi data adalah normal.

Hasil uji normalitas data menggunakan uji *Kolmogorov – Smirnov test* satu arah terlihat pada tabel 4. 6

Tabel 4. 6. Hasil Pengujian Normalitas data menggunakan uji Kolmogorov – Smirnov test

Model	Variabel	Asymp. Sig (2-tailed)	Keterangan	Distribusi data
Rp/USD	FS1RPUSD	0,057	$P > 0,05$	Normal
	RDRA1US	0,078	$P > 0,05$	Normal
Rp/JPY	FS1RPJPY	0.358	$P > 0,05$	Normal
	RDRA1RPJ	0.058	$P > 0,05$	Normal
Rp/SGD	FS1RPSGD	0,068	$P > 0,05$	Normal
	RDRA1RPSG	0,078	$P > 0,05$	Normal

Sumber : data sekunder yang diolah (2001)

Berdasarkan tabel 4. 6 tersebut diatas tampak bahwa variabel selisih kurs spot periode mendatang dengan kurs spot (FS1RPUSD) dan variabel selisih suku bunga domestik dengan suku bunga luar negeri (RDRA1US) untuk model mata uang rupiah per USD mempunyai distribusi data yang normal dimana nilai signifikansi atau probabilitasnya $> 0,05$. Sedangkan variabel selisih kurs spot periode mendatang dengan kurs spot (FS1RPJPY) dan variabel selisih suku bunga domestik dengan suku bunga luar negeri (RDRA1JP) untuk model mata uang rupiah per JPY juga mempunyai distribusi data yang normal dimana nilai signifikansi atau probabilitasnya $> 0,05$. Terakhir untuk variabel selisih kurs spot periode mendatang dengan kurs spot (FS1RPSGD) dan variabel selisih suku bunga domestik dengan suku bunga luar negeri (RDRA1SG) untuk model mata uang rupiah per SGD mempunyai distribusi data yang normal dimana nilai signifikansi atau probabilitasnya $> 0,05$. Dengan demikian maka dapat disimpulkan bahwa semua datanya untuk ketiga model tersebut diatas terdistribusi secara normal hal ini dapat dilihat pada nilai probabilitasnya yang kesemuanya lebih besar dari 0,05 .

c. Hasil Pengujian Autokorelasi.

Pengujian yang paling lazim untuk mengetahui adanya autokorelasi adalah pengujian Durbin Watson dengan menggunakan statistik Durbin Watson (DW).

Selang nilai (range) dari kemungkinan nilai DW adalah dari 0 sampai 4

Kriteria keputusannya adalah :

Jika $DW_U < DW < 4 - DW_U$ tidak ada autokorelasi dan $DW < DW_L$ ada autokorelasi (positif) atau $DW > 4 - DW_L$ ada autokorelasi (negatif). Sedang jika DW berada di luar jangkauan kriteria ini maka hasil pengujian bersifat inkonklusif atau tidak dapat ditarik kesimpulan/keputusan apapun.

Hasil perhitungan statistik Durbin Watson (DW) untuk mata uang rupiah per dolar AS adalah sebesar 1.827, mata uang rupiah per yen Jepang adalah sebesar 1.953 dan mata uang rupiah per dolar Singapura adalah sebesar 1.836.

Sedangkan nilai statistik tabel DW_L sebesar 1.44 dan DW_U sebesar 1.54 serta nilai $4 - DW_U$ adalah sebesar 2.46 untuk taraf nyata 0.05 maka nilai statistik DW dari ketiga model mata uang tersebut berada diantara DW_U dan $(4 - DW_U)$ hal ini menunjukkan bahwa estimasi model regresi untuk ketiga model lolos dari keberadaan penyimpangan asumsi klasik autokorelasi.

4. 4. Hasil Pengujian Hipotesis (uji t)

Untuk menguji efisiensi pasar valuta asing di Indonesia dengan menggunakan pendekatan paritas suku bunga hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H_A : Paritas suku bunga tercipta di Indonesia sehingga pasar valuta asing di Indonesia adalah merupakan pasar valuta asing yang efisien.

Jika paritas suku bunga tercipta di Indonesia berdasarkan atas hasil analisis regresi maka model yang diestimasi diharapkan menghasilkan nilai konstanta (a) tidak berbeda dari nol dan nilai b tidak berbeda dari satu.

Perumusan hipotesisnya adalah sebagai berikut :

Untuk a, $H_0 : a = 0$

$H_1 : a \neq 0$

Kriteria keputusannya adalah (berdasarkan probabilitas):

- Jika probabilitas $> 0,05$ (atau $0,10$) maka H_0 diterima
- Jika probabilitas $< 0,05$ (atau $0,10$) maka H_0 ditolak.

Untuk b, $H_0 : b = 0$ dan $H_0 : b = 1$

$H_1 : b \neq 0$ $H_1 : b \neq 1$

Kriteria keputusannya adalah (berdasarkan probabilitas):

- Jika probabilitas $> 0,05$ (atau $0,10$) maka H_0 diterima
- Jika probabilitas $< 0,05$ (atau $0,10$) maka H_0 ditolak.

Untuk pengujian hipotesa b tidak berbeda dari satu maka akan ada beberapa tahap pengujiannya sebagai berikut : pertama, diadakan pengujian terlebih dahulu untuk hipotesa b tidak berbeda dari nol. Jika pengujian hipotesa b tidak berbeda dari nol diterima maka pengujian hipotesa b tidak berbeda dari satu tidak perlu dilakukan. Jika pengujian hipotesa b tidak berbeda dari nol di terima maka akan dilakukan pengujian hipotesa b sama dengan satu. Pengujian hipotesis b tidak berbeda dari satu pertama – tama akan dicari t hitung untuk selanjutnya dibandingkan dengan t tabel. Jika t hitung $<$ dari t tabel maka hipotesis b tidak berbeda dari satu diterima. Hasil pengujian statistik uji t untuk koefisien konstanta (a) dan koefisien b disajikan pada tabel 4. 7.

Tabel 4. 7 Hasil Pengujian Statistik Uji t

Model	Nilai t uji dari		Sig.		Keputusan H_0	
	a	b	a	b	a	b
Rp/USD	1.012	-0.502	0.318	0.618	* H_0 tidak dapat ditolak ** H_0 tidak dapat ditolak	* H_0 tidak dapat ditolak ** H_0 tidak dapat ditolak
Rp/JPY	0.798	-0.303	0.430	0.763	* H_0 tidak dapat ditolak ** H_0 tidak dapat ditolak	* H_0 tidak dapat ditolak ** H_0 tidak dapat ditolak
Rp/SGD	1.047	-0.575	0.302	0.569	* H_0 tidak dapat ditolak ** H_0 tidak dapat ditolak	* H_0 tidak dapat ditolak ** H_0 tidak dapat ditolak
Keterangan : * taraf nyata sebesar 0,05 ** taraf nyata sebesar 0,10						

Sumber : data sekunder yang diolah (2001)

Berdasarkan atas tabel 4. 7 menunjukan bahwa untuk koefisien konstanta (a) untuk mata uang rupiah per dolar AS, rupiah per yen Jepang dan rupiah per dolar Singapura nilai signifikansinya > dari 0,05 (0,10) sehingga dapat dikatakan secara statistik tidak signifikan pada derajat kepercayaan 5 % dan 10 %. Hal ini berarti bahwa hipotesa $a = 0$ untuk ketiga model regresi mata uang rupiah per dolar AS, rupiah per yen Jepang dan rupiah per dolar Singapura diterima

Sedangkan untuk koefisien b untuk ketiga model mata uang tersebut tidak signifikan pada taraf kepercayaan 5 % dan 10 % dimana variabel selisih suku untuk ketiga model tersebut mempunyai angka signifikansi diatas 0,10. Hal ini berarti

bahwa pengujian hipotesa $b = 0$ diterima maka dengan demikian untuk pengujian $b = 1$ tidak perlu dilakukan.

4. 5. Pembahasan Hasil Pengolahan Data.

Berdasarkan atas hasil koefisien regresi yang diperoleh untuk ketiga model regresi tersebut ternyata terdapat hubungan yang negatif antara tingkat depresiasi yang terjadi dengan selisih suku bunga dimana hal ini mengindikasikan bahwa jika terjadi perubahan selisih suku bunga domestik dengan suku bunga luar negeri, baik perubahannya menurun atau meningkat dimana selisihnya masih positif untuk masing – masing valuta justru menyebabkan terjadinya penurunan atas tingkat depresiasi yang terjadi hingga sampai terjadi apresiasi atas ketiga mata uang tersebut. Hal ini tentu saja berlawanan dengan konsep paritas suku bunga dimana menurut konsep paritas suku bunga bahwa selisih suku bunga akan sama dengan tingkat depresiasi yang terjadi dimana hubungannya bersifat positif, sehingga misalkan terjadi adanya kenaikan selisih suku bunga sebesar 1 % maka tingkat depresiasi yang terjadi juga mengalami kenaikan sebesar 1 %.

Berdasarkan hasil telaah lebih lanjut terdapat beberapa hal yang menyebabkan terjadinya hubungan yang negatif antara selisih suku bunga dengan tingkat depresiasi yang terjadi atas ketiga mata uang tersebut. Pertama, bahwa kebijakan moneter yang dilakukan oleh Bank Indonesia dengan menerapkan kebijakan menaikkan suku bunga sehingga diharapkan akan meningkatkan kondisi *interest rate differential* yang pada akhirnya *asset* dalam rupiah menjadi lebih menarik bagi investor. Namun demikian,

kebijakan tersebut tidak mampu menarik para pelaku pasar di pasar valuta asing untuk melakukan investasi. Kedua, dengan adanya selisih suku bunga pada tingkat positif seharusnya menurut konsep paritas suku bunga mata uang rupiah terhadap ketiga valuta asing tersebut masih tetap terdepresiasi tetapi kenyataannya terjadi apresiasi beberapa kali, hal ini terjadi karena adanya beberapa faktor penyebabnya yaitu ; adanya intervensi Bank Indonesia yang bertujuan untuk menstabilkan nilai tukar rupiah di pasar valuta asing turut serta mempengaruhi pergerakan nilai tukar rupiah. Penguatan rupiah juga didorong oleh suatu fenomena melemahnya dolar secara global sebagai dampak penurunan suku bunga *Fedfund* dua kali berturut – turut. Disamping itu penguatan nilai tukar rupiah yang berkaitan dengan pembelian rupiah di pasar, terutama untuk pembayaran pajak tahun fiskal oleh perusahaan asing. Sedangkan kondisi politik yang cenderung membaik, khususnya setelah dikeluarkannya UU Politik, relatif lancarnya Pemilu, serta semakin besarnya iklim keterbukaan pemerintah di berbagai hal turut pula mendorong memperkuat nilai tukar rupiah. Pada akhirnya informasi yang diberikan oleh selisih suku bunga tidak mampu untuk memperkirakan arah pergerakan kurs. Keadaan ini akan menyebabkan keseimbangan pasar valuta asing di Indonesia akan sulit untuk di capai. Hal ini seperti apa yang dikemukakan oleh Krugman P. R dan Obsfeld (1991) yang menyatakan bahwa pasar valuta asing asing dalam kondisi keseimbangan bila kondisi paritas suku bunga tercipta.

Rendahnya nilai R Square untuk ketiga estimasi model tersebut menunjukan bahwa masih banyak terdapat variabel – variabel lain yang mempengaruhi tingkat

depresiasi yang terjadi untuk masing masing mata uang yang tidak tercakup dalam model. Hal ini berarti bahwa adanya informasi yang terjadi pada selisih suku bunga domestik dengan luar negeri ternyata pengaruhnya sangat kecil dalam memperkirakan arah pergerakan kurs di Indonesia. Lebih lanjut menurut Yati Kurniati (2000) bahwa unsur ketidakpastian yang dihadapi oleh investor atau pelaku ekonomi tampaknya telah menjadi faktor dominan yang mempengaruhi pergerakan nilai tukar rupiah. Tingginya unsur ketidakpastian telah menyuburkan kegiatan spekulasi dalam perdagangan rupiah sehingga mata uang bukan lagi dipertukarkan untuk sekedar memenuhi kebutuhan transaksi riil, namun banyak diperdagangkan sebagai komoditas dan sarana spekulasi.

Berkenaan dengan apakah kondisi paritas suku suku tercipta di pasar valuta asing di Indonesia, hasil estimasi menunjukkan bahwa untuk koefisien a secara statistik tidak signifikan pada derajat kepercayaan 5 % dan 10 % hal ini berarti hipotesa $a = 0$ diterima. Sedangkan hasil pengujian estimasi koefisien b secara statistik tidak signifikan pada derajat kepercayaan 5 % dan 10 % hal ini berarti hipotesis $b = 0$ diterima sehingga hipotesis $b = 1$ ditolak. Karena syarat dari kondisi paritas suku bunga dimana diharapkan model yang diestimasi menghasilkan nilai a yang secara signifikan tidak berbeda dari nol dan nilai b tidak berbeda dari satu maka berdasarkan hasil pengujian hipotesisi tersebut di atas maka kondisi paritas suku bunga tidak tercipta di pasar valuta asing di Indonesia atau dengan kata lain pasar valuta asing di Indonesia beroperasi atau belum berjalan secara efisien.

BAB V

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5. 1. Pendahuluan.

Setelah dalam bab 4 dilakukan pengujian atas hipotesis yang diajukan maka dalam bab 5 ini dilakukan pengambilan kesimpulan atas hasil pengujian hipotesis tersebut. Lebih lanjut dalam bab ini juga akan akan dikemukakan hasil kesimpulan atas permasalahan yang diajukan yaitu bahwa pasar valuta asing di Indonesia belum berjalan secara efisien. Bab ini dakhiri dengan beberapa saran untuk penelitian mendatang setelah sebelumnya dikemukakan beberapa implikasi manajerial serta beberapa keterbatasan penelitian.

5. 2. Kesimpulan mengenai Hipotesis.

Berkenaan dengan pengujian efisiensi pasar valuta asing di Indonesia dengan menggunakan pendekatan paritas suku bunga dimana diharapkan model yang diestimasi menghasilkan nilai a yang secara signifikan tidak berbeda dari nol dan nilai b tidak berbeda dari satu, atau dengan kata lain hipotesis yang digunakan adalah $a = 0$ dan $b = 1$. Dari hasil pengujian hipotesis menunjukan bahwa pasar valuta asing di Indonesia tidak efisien melalui pendekatan paritas suku bunga.

Estimasi model paritas suku bunga untuk periode 1 bulan untuk mata uang rupiah per dolar AS, rupiah per yen Jepang dan rupiah per dolar Singapura

menunjukkan bahwa untuk koefisien konstanta (a) secara statistik tidak signifikan pada derajat kepercayaan 5 % sehingga hipotesis nilai konstanta sama dengan nol dapat diterima sedangkan untuk koefisien b hipotesis $b = 0$ diterima sehingga hipotesa $b = 1$ ditolak.

Dengan demikian hipotesis a sama dengan nol dan dan b sama dengan satu secara bersama – sama tidak diterima yang berarti hasil tersebut memberikan kesimpulan bahwa paritas suku bunga tidak tercipta atau berlaku di Indonesia, atau dengan kata lain pasar valuta asing di Indonesia beroperasi secara tidak efisien melalui pendekatan paritas suku bunga.

5. 3. Kesimpulan mengenai masalah penelitian.

Hasil penelitian atas efisiensi pasar valuta asing di Indonesia dengan menggunakan paritas suku bunga yang menunjukkan bahwa pasar valuta asing di Indonesia merupakan pasar valuta asing yang tidak efisien melalui pendekatan paritas suku bunga. Hal ini berarti bahwa faktor selisih suku bunga domestik dan suku bunga luar negeri bukanlah faktor utama yang mempengaruhi perkiraan arah perubahan kurs (depresiasi atau apresiasi) atau dengan kata lain kurs yang terbentuk tidak mencerminkan semua informasi yang ada sebagai suatu syarat efisiensi pasar.

Bedasarkan hasil telaah lebih lanjut dengan mekanisme pasar valuta asing di Indonesia yang belum berjalan secara efisien, dimana arus informasi belum sempurna sehingga unsur ketidakpastian menjadi tinggi. Unsur ketidakpastian yang dihadapi oleh investor/pelaku ekonomi tampaknya telah menjadi faktor dominan yang

mempengaruhi pergerakan nilai tukar rupiah. Tingginya unsur ketidakpastian telah menyuburkan kegiatan spekulasi dalam perdagangan rupiah-valas sebagaimana tercermin dari kecenderungan perilaku nilai tukar rupiah yang bergejolak secara berlebihan pada periode 1998 – 2000.

5. 4. Implikasi Teoritis.

Penelitian ini ditujukan untuk menganalisis efisiensi pasar valuta asing di Indonesia dimana pengujiannya melalui pendekatan paritas suku bunga. Jika paritas suku bunga tercipta di Indonesia hal ini berarti pasar valuta asing Indonesia telah beroperasi secara efisien. Dari hasil penelitian ternyata bahwa paritas suku bunga tidak tercipta pada pasar valuta asing di Indonesia. Hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya pada negara – negara yang sudah maju seperti oleh MacDonald dan Taylor (1989), Frenkel dan MacArthur (1988) dimana di negara – negara yang sudah maju telah tersedia semua data dan informasi, sehingga kurs yang terbentuk benar – benar mencerminkan semua informasi yang ada sebagai suatu syarat pasar yang efisien dan dengan kondisi seperti itu teori paritas suku bunga hampir selalu berlaku dan terbukti. Hasil penelitian ini mengisyaratkan bahwa pasar valuta asing yang efisien hanya bisa ditemukan di negara – negara industri maju yang perekonomiannya cukup besar.

Dengan berlakunya sistem nilai tukar mengambang bebas yang berarti menyerahkan penentuan nilai tukar kepada mekanisme pasar sedangkan asumsi dasar dari sistem nilai tukar fleksibel adalah keyakinan bahwa pasar telah berkembang

secara efisien, dengan demikian ada kemungkinan paritas suku bunga berlaku di Indonesia. Penelitian ini telah dilakukan untuk menghasilkan suatu bukti empirik apakah paritas suku bunga berlaku di Indonesia sebagai negara yang berkembang. Hasil dari penelitian ini menyajikan sebuah pembuktian empirik bahwa paritas suku bunga ternyata tidak tercipta di Indonesia dimana informasi yang diberikan oleh selisih suku bunga tidak mampu mempengaruhi arah pergerakan kurs sehingga pada akhirnya keseimbangan di pasar valuta asing sulit untuk dicapai.

5. 5. Implikasi Manajerial.

Berdasarkan hasil penelitian ternyata pasar valuta asing di Indonesia tidak efisien dengan menggunakan pendekatan paritas suku bunga dengan demikian bagi kalangan investor maupun para pelaku pasar di pasar valuta asing tidak dapat menggunakan konsep paritas suku bunga sebagai acuan untuk memprediksi arah pergerakan kurs dimana berdasarkan hasil estimasi yang dilakukan serta hasil penelitian yang mendalam memberikan indikasi bahwa selisih antara suku bunga domestik dan suku bunga luar negeri pengaruhnya sangat kecil dalam memprediksi arah perubahan kurs. Hasil penelitian lebih lanjut memberikan indikasi bahwa kurs sangat dipengaruhi oleh berbagai macam faktor sehingga prediksi kurs merupakan suatu yang rumit dan kompleks.

Kebijakan moneter yang dilakukan oleh Bank Indonesia dengan menaikkan suku bunga secara tajam guna menahan merosotnya nilai tukar rupiah justru

merupakan *sinyal* yang negatif bagi investor. Dalam kondisi normal, memang dengan menaikkan suku bunga, diharapkan kondisi *interest rate differential* meningkat sehingga aset dalam rupiah menjadi lebih menarik bagi investor. Hal ini selanjutnya diharapkan akan mendorong terjadinya perubahan komposisi aset ke dalam aset rupiah, yang akhirnya menyebabkan harga rupiah meningkat atau terapresiasi. Tetapi meningkatnya suku bunga secara tajam justru merupakan sinyal yang negatif bagi investor. Meningkatnya suku bunga akan dilihat para investor akan membawa konsekuensi meningkatnya biaya pemulihan ekonomi, meningkatnya *cost of fund* dari perbankan sehingga menekan investasi dan meningkatnya *probability of default* di kalangan debitur. Oleh karena itu kenaikan suku bunga hendaknya diupayakan berlangsung secara perlahan (*gradual*) agar tidak memberi sinyal yang negatif kepada investor tentang kesinambungan proses pemulihan ekonomi secara keseluruhan.

5. 6. Keterbatasan Penelitian.

Ada beberapa keterbatasan dalam penelitian dalam menguji dan menganalisis efisiensi pasar valuta asing di Indonesia, diantaranya yaitu :

Pertama, dari hasil penelitian yang menghasilkan suatu kesimpulan bahwa pasar valuta asing di Indonesia tidak efisien bukanlah suatu kesimpulan yang cukup pasti karena pada dasarnya banyak faktor – faktor yang dapat mempengaruhi pergerakan nilai tukar seperti tingkat harga, output nasional, cadangan devisa dan kredit domestik, sedangkan dalam penelitian ini hanya memasukkan faktor selisih

suku bunga domestik dengan suku bunga luar negeri sebagai faktor yang mempengaruhi pergerakan nilai tukar.

Kedua, kurangnya data yang tersedia dalam bentuk *daily data* maupun *weekly data* dimana data yang tersedia hanya dalam bentuk *monthly data* sehingga ada kemungkinan hasil menjadi kurang akurat.

5. 7. Agenda untuk penelitian mendatang.

Berdasarkan hasil penelitian yang disertai dengan beberapa keterbatasan penulis menyampaikan beberapa saran untuk untuk penelitian mendatang sebagai berikut :

Penelitian lebih lanjut terhadap kondisi paritas suku bunga di pasar valuta asing Indonesia perlu dilakukan, terutama analisis sebab – sebab penyimpangan terhadap konsep paritas suku bunga. Dengan memasukkan adanya premi resiko (*risk premium*) mungkin akan memberi hasil yang lebih baik tentang perilaku paritas suku bunga di Indonesia.

Pengujian model paritas suku bunga dengan menggunakan metode pengujian yang lain selain dengan menggunakan metode analisis regresi seperti dengan menggunakan pendekatan *uji kointegrasi* dan *model koreksi kesalahan* mungkin akan menghasilkan analisis yang lebih baik dan akurat.

Memperluas periode sampel yang di uji berkaitan dengan jangka waktu suku bunga deposito selain berjangka 1 bulan seperti untuk suku bunga deposito berjangka 3 bulan, 6 bulan dan 1 tahun sehingga hasil analisisnya lebih dapat digeneralisasikan.

DAFTAR REFERENSI

Alan C. Shapiro (1993), **International Finance**, Allyn and Bacon, AS.

Arsyad, Lincolin (1997), **Peramalan Bisnis**, BPFE, Yogyakarta.

Boediono (1989), **Ekonomi Moneter**, Sinopsis Pengantar Ekonomi No. 5, BPFE, Yogyakarta.

Bank Indonesia, **Laporan Mingguan Bank Indonesia**, edisi mingguan dari 1997 sampai dengan 2000.

_____, **Statistik Ekonomi – Keuangan Indonesia**, edisi bulanan dari 1997 sampai dengan 2000.

_____, (1998), **Laporan Tahunan Bank Indonesia 1997/1998**.

_____, (1999), **Laporan Tahunan Bank Indonesia 1999**.

_____, (2000) **Laporan Tahunan Bank Indonesia 2000**.

_____, (1998), **Pasar Keuangan Di Indonesia**, Urusan Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter, Bank Indonesia.

Baillie, Richard T dan P. C. McMahon (1989), **The Foreign Exchange Market Theory and Economics Evidence**, Canbridge University Press, London.

Brealy Richard A dan Myers Stewart C (1991), **Principle of Corporate Finance**, Mcgraw-Hill, Inc.

Copeland L. S (1989), **Exchange Rates and International Finance**, Addison Wesley Publishing Company

Clinton, Kevin (April 1988), "Transactions Costs and Covered Interest Arbitrage ; Theory and Evidence ", **Journal of Political Economy**, pp 358 – 370.

Eitemen, Stonehill and Moffett (1995), **Multinational Business Finance**, Addison Wesley Publishing Co.

Frankel J. A dan A. T. MacArthur (1988), " Political vs. Currency Premia in

International Real Interest Differentials", **European Economic Review**, hal 1161 – 1121.

Hakkio Craig S and Mark Rush (1989), "Market Efficiency and Cointegration : An Application to The Sterling and Deuch Exchange Market", **Journal of International Money and Finance**.

Hariyadi Ramelan (1998), "Analisis Efisiensi Pasar Valuta Asing di Lima Negara Asia Menggunakan Uji Kointegrasi", **Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan**, Bank Indonesia.

Jeff Madura (1998), **International Finance Management**, South Western College Publishing, JM.

John P. Lajaunie and Atsuyuki Naka (1992), "Is The Tokyo Spot Foreign Exchange Market Consistent With The Efficient Market Hypothesis ?", **Financial Review**.

Krugman P. R dan Obstfeld M (1996), **Ekonomi Internasional : Teori dan Kebijakan 2**, (alih bahasa oleh : Haris Munandar dan Faisal H Basri), PT Rajagrafindo Persada, Jakarta.

Kees G. Koedijk dan Mack Ott (1987), "Risk Aversion, Efficient Markets and the Forward Exchange Rate", **Federal Reserve Bank of St. Louis**.

Louis, Henock, P. Blenman, Lloyd, and Thacher, Janet S (1999), "Interest Rate Parity and The Behaviour of The Bid-Ask Spread", **The Journal of Financial Research**, Vol.XXII, No. 2, Page 189-206,

Mudrajad Kuncoro (1996), **Manajemen Keuangan Internasional**, Pengantar Ekonomi dan Bisnis Global, BPFE Yogyakarta.

Melvin M (1992), **International Money and Finance**, third edition, HaperCollins Publisher.

MacDonald R dan Taylor M (1989), "Interest Rate Parity : Some New Evidence", **Bulletin of Economic Research**, pp 255 - 274

Miranda S Gultom dan Doddy Zulverdi (1998), "Manajemen Nilai Tukar Di Indonesia dan Permasalahannya", **Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan**, Bank Indonesia.

Puji Indradi (2000), **Analisis Efisiensi Pasar Valuta Asing di Indonesia** (Tesis),

Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro, Semarang.

Salvatore, Dominick (1997), **Ekonomi Internasional 2**, (alih bahasa oleh : Haris Munandar), Erlangga, Jakarta.

Safrudin (1994), "Analisis Paritas Suku Bunga, Studi Kasus di Indonesia : 1978.I – 1991.IV", **Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia**, BPFE Yogyakarta.

Singgih Santoso (2000), **Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik**, PT Elex Media Komputindo, Jakarta.

Swarna D. Dutt and Dipak Ghosh (1999), "A Note on The Foreign Exchange Market Efficiency Hypothesis", **Journal Economic and Finance**, pp 157 – 161.

Sjamsul Arifin (1998), "Efektivitas Kebijakan Suku Bunga Dalam Rangka Stabilitas Rupiah di Masa Krisis", **Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan**, Bank Indonesia

Thorton, Daniel L (1989), "Tests of Covered Interest Parity", **Federal Reserve Bank of St. Louis**, (July/August), pp 55 - 66

Yati Kurniati (2000), "Perilaku dan Determinasi Nilai Tukar Rupiah", **Gema Korps**, Bank Indonesia, No. 333/XXXIX/2000 hal 15 – 20.

Yati Kurniati dan A. V. Hardiyanto (1999), "Perilaku Nilai Tukar Rupiah dan Alternatif Perhitungan Nilai Tukar Riil Keseimbangan", **Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan**, Bank Indonesia.